

A financeirização da habitação: a produção e consumo da moradia a partir da securitização imobiliária

João Vitor de Souza Ferreira





A financeirização da habitação: a produção e consumo da moradia a partir da securitização imobiliária

Dissertação de mestrado

Dissertação de mestrado submetida ao Programa de Pós-Graduação em Geografia, da Universidade Estadual Paulista, Campus de Presidente Prudente para a obtenção do título de Mestre em Geografia

Orientador: Everaldo Santos Melazzo.

Discente: João Vitor de Souza Ferreira

Presidente Prudente – SP

2024

F383f	Ferreira, João Vitor de Souza A financeirização da habitação : A produção e consumo da moradia a partir da securitização imobiliária / João Vitor de Souza Ferreira. -- Presidente Prudente, 2024 149 p. Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências e Tecnologia, Presidente Prudente Orientador: Everaldo Santos Melazzo 1. Produção do Espaço Urbano. 2. Mercado Imobiliário. 3. Financeirização. 4. Securitização Imobiliária. I. Título.
-------	---

Sistema de geração automática de fichas catalográficas da Unesp. Biblioteca da Faculdade de Ciências e Tecnologia, Presidente Prudente. Dados fornecidos pelo autor(a).

Essa ficha não pode ser modificada.

CERTIFICADO DE APROVAÇÃO

TÍTULO DA DISSERTAÇÃO: "A financeirização da habitação: a produção e consumo da moradia a partir da securitização imobiliária"

AUTOR: JOÃO VITOR DE SOUZA FERREIRA

ORIENTADOR: EVERALDO SANTOS MELAZZO

Aprovado como parte das exigências para obtenção do Título de Mestre em Geografia, área:
Produção do Espaço Geográfico pela Comissão Examinadora:

Prof. Dr. EVERALDO SANTOS MELAZZO (Participação Presencial)
Departamento de Planejamento Urbanismo e Ambiente / Faculdade de Ciências e Tecnologia de Presidente Prudente - FCT/Unesp

Prof. Dr. LUIS ALBERTO SALINAS ARREORTUA (Participação Virtual)
Departamento de Geografia / Universidad Nacional Autónoma de México - UNAM

Prof. Dr. JOÃO BOSCO MOURA TONUCCI FILHO (Participação Virtual)
Departamento de Ciências Econômicas / Universidade Federal de Minas Gerais

Presidente Prudente, 25 de janeiro de 2024

Agradecimentos:

Agradeço primeiramente aos meus pais por sempre terem me apoiado e me permitido chegar até aqui, sem o apoio, compreensão e paciência deles nada disso teria sido possível.

Ao Everaldo por toda a paciência e dedicação ao longo dos anos de orientação, por ter me ensinado e contribuído tanto com a minha caminhada ao longo de todo esse tempo. Agradeço por todas as orientações, correções, broncas e conselhos. Muito obrigado.

Também agradeço aos professores com quem eu tive a sorte de aprender e conviver ao longo desses anos de UNESP. Diretamente ou indiretamente todos foram essenciais na realização desta pesquisa. Nomeá-los seria uma tarefa difícil e extensiva, fica assim meu muito obrigado a todas e todos.

Dedico um agradecimento especial aos Professores que aceitaram compor a banca de qualificação dessa dissertação, Luis Alberto Salinas Arreortua e João Bosco Moura Tonucci Filho, que muito contribuíram com o debate durante a qualificação e que novamente aceitaram participar da banca de defesa da dissertação. Muito obrigado.

Um agradecimento especial ao Professor Luis, que tão bem me recebeu no México, muito obrigado pelas reuniões, conversas, aulas e cafés. Meu período no México não teria sido o mesmo sem seu acolhimento e convivência.

Além disso, agradeço aos meus colegas de CEMESPP e GAsPERR com os quais convivi desde a graduação em reuniões, conversas e debates e que não apenas contribuíram com a pesquisa, mas me ensinaram a importância do trabalho coletivo. Em especial gostaria de agradecer à Marlon, Bruno Barcella, Aline Coimbra, Bruna, Samarane, João Vitor Pavoni, Márcia Cardim, Ester, Tatiane, Natália Brito e Victor Stoian.

Um agradecimento especial ao Marlon pela amizade, por todo o apoio e todos os ensinamentos, debates, por estar presente me ajudando e orientando desde a minha primeira pesquisa, em 2017. Muito obrigado, sem você eu não teria chegado até aqui.

A todos os amigos que a Unesp e Prudente me apresentaram e que me acompanharam ao longo desses anos, Fernando, José, Guilherme, Mariana, Karina, Daiane, Lucas, Felipe, Fernanda e Thiago, Arnaldo.

Agradeço ao José Marcos pela amizade, por todas as vezes que me recebeu em sua casa e por gentilmente ter aceitado produzir a capa e demais materiais gráficos da pesquisa.

Aos meus amigos mais antigos e que por vezes a distância e a vida não permitiu que estivéssemos juntos mais tempo, mas que sempre estiveram comigo. Ao Gabriel, Mario, Isabela, Lucas, Vinicius, João Pedro, Samuel e Yan. Vocês foram essenciais.

A todos aqueles que moraram comigo ao longo desses anos em Prudente: Augusto, João, Giovanni, Helder, Michel, Gabriel e Hurbio. Muito obrigado por toda a convivência, conversas, almoços, cervejas e paciência.

Ao Augusto que não apenas esteve presente ao longo de todo esse tempo, mas que sempre me ajudou com suas leituras, conversas e piadas. Muito obrigado por ser esse amigo tão paciente.

A toda a família da Emanuela, que sempre me recebeu tão bem, muito obrigado.

Aos amigos que fiz no México Rick, Abya, Jorge, Mati, Rodolfo e Alex meu muito obrigado pela companhia. Em especial, Rick e Mati por terem estado junto comigo dos meus melhores momentos no México.

À Bateria Furiosa, que me permitiu alguns dos meus melhores momentos em Prudente, que me ajudou a crescer e me forneceu ao longo de todos os anos um espaço para relaxar, aprender e ensinar e que além de tudo me apresentou grandes amigos. Em especial, Ivy, Fernando, Marcos e Borbo.

À Emanuela, que sempre acreditou em mim, me apoiou e esteve presente nos melhores e piores momentos, me faltam palavras para agradecer por tudo que fez por mim ao longo desses anos. Sem ela não teria sido possível chegar até aqui.

Aos que por algum acaso foram esquecidos pela falta de memória, mas que estiveram presentes nessa caminhada, meus agradecimentos.

Agradecimento pelo financiamento:

Agradeço à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), pelo financiamento da pesquisa, processo FAPESP nº: 2021/00714-0, de concessão da Bolsa Regular no país, e processo nº 2022/02342-5 de concessão da Bolsa de Estágio de Pesquisa no exterior (BEPE).

Resumo:

A emergência da crise financeiro-imobiliária iniciada nos Estados Unidos na primeira década dos anos 2000 e que se disseminou pela economia mundial, trouxe para o centro dos estudos urbanos as estreitas relações existentes entre os mercados financeiros e os imobiliários, em especial a partir de uma das principais frentes desse processo que se convencionou chamar de processo de financeirização, a securitização imobiliária. Tais relações vem se mostrando essenciais para compreensão do processo de produção do espaço urbano na cidade contemporânea, a partir do surgimento de complexos instrumentos de financiamento da produção imobiliária que tem, como origem dos recursos monetários, o mercado financeiro. Nesse sentido, a pesquisa se dedica a investigar a trajetória desses processos no Brasil a partir dos dados de emissão de um desses complexos instrumentos, os Certificados de Recebíveis Imobiliário (CRIs), realizados entre 2011 e 2020, tendo em vista elucidar não apenas seu surgimento e a estruturação de seu mercado, mas como eles vão paulatinamente sendo adotados pelos mais diversos agentes de produção do espaço urbano, de diferentes portes e escalas de atuação, se disseminando espacialmente pela rede e estrutura urbana, além de alcançarem imóveis de diferentes usos e faixas de preço. Nota-se a partir da análise dos dados e dos agentes envolvidos a existência de duas lógicas da securitização imobiliária: uma ligada à produção e outra ao consumo do imobiliário que apresentam temporalidades distintas. Dessa forma, o trabalho se propõe à construção de análise que valorize as interfaces entre esses dois mercados, aparentemente distantes, o financeiro e o imobiliário, mas que se mostram estreitamente imbricados.

Palavras-Chave: Produção do Espaço Urbano; Mercado Imobiliário; Financeirização; Securitização Imobiliária.

Abstract:

The emergence of the financial and real estate crisis, which began in the United States in the first decade of the 2000s and spread throughout the world economy, brought to the forefront of urban studies the close relationship between the financial and real estate markets, especially from one of the main fronts of what has come to be called the financialization process, real estate securitization. These relationships have proved essential for understanding the process of producing urban space in the contemporary city, based on the emergence of complex instruments for financing real estate production, the source of which is the financial market. In this sense, the research is dedicated to investigating the trajectory of these processes in Brazil based on data on the issuance of one of these complex instruments, Real Estate Receivables Certificates (CRIs), between 2011 and 2020, in order to elucidate not only their emergence and the structuring of their market, but how they are gradually being adopted by the most diverse agents of urban space production, of different sizes and scales of activity, spreading spatially throughout the urban network and structure, in addition to reaching properties of different uses and price ranges. The analysis of the data and the agents involved reveals the existence of two real estate securitization logics: one linked to the production and the other to the consumption of real estate, which have different temporalities. The paper therefore sets out to construct an analysis that values the interfaces between these two apparently distant markets, the financial and the real estate, but which are closely intertwined.

Keywords: Production of Urban Space; Real Estate Market; Financialization; Real Estate Securitization.

Resumen:

El surgimiento de la crisis financiera e inmobiliaria, que comenzó en los Estados Unidos en la primera década de 2000 y se extendió por toda la economía mundial, trajo al centro de los estudios urbanos la estrecha relación entre los mercados financiero e inmobiliario, especialmente a partir de uno de los principales frentes de este proceso, que se ha dado en llamar proceso de financiarización, la titulización inmobiliaria. Estas relaciones han resultado esenciales para comprender el proceso de producción del espacio urbano en la ciudad contemporánea, basado en la aparición de complejos instrumentos de financiación de la producción inmobiliaria, cuya fuente es el mercado financiero. En este sentido, la investigación se dedica a investigar la trayectoria de estos procesos en Brasil a partir de datos sobre la emisión de uno de estos instrumentos complejos, los Certificados de Recibo Inmobiliario (CRIs), entre 2011 y 2020, con el fin de dilucidar no sólo su surgimiento y la estructuración de su mercado, sino cómo están siendo adoptados gradualmente por los más diversos agentes de producción de espacio urbano, de diferentes tamaños y escalas de actividad, extendiéndose espacialmente por toda la red y estructura urbana, así como alcanzando inmuebles de diferentes usos y rangos de precios. La análisis de los datos y de los agentes implicados revela la existencia de dos lógicas de titulización inmobiliaria: una vinculada a la producción y otra al consumo de bienes inmuebles, con temporalidades distintas. El trabajo se propone, por tanto, construir un análisis que valore las interfaces entre estos dos mercados aparentemente distantes, el financiero y el inmobiliario, pero estrechamente entrelazados.

Palabras clave: Producción de espacio urbano; Mercado inmobiliario; Financiación; Titulización inmobiliaria.

Lista de Siglas

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BNH – Banco Nacional de Habitação

CCB – Cédulas de Crédito Bancário

CDO – Collateralized Debt Obligation

CEF – Caixa Econômica Federal

CCFGTS – Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

CCI – Cédulas de Crédito Bancário

CRA – Certificado de Recebíveis do agronegócio

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIDIC – Fundo de investimento em Direito Creditório

FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

IPO – Abertura de Capital na Bolsa

LCI – Letras de Crédito Imobiliário

LF – Letras Financeiras

LRS – Letras de Risco de Seguros

RECIME – Rede de Pesquisadores sobre Cidades Médias

SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SFI – Sistema Financeiro Imobiliário

SFH – Sistema Financeiro Habitacional

SSPE – Sociedades Seguradoras de Propósito Específico

Lista de Figuras

Figura 01: Momentos da securitização no Brasil	45
Figura 02: Estrutura de emissão de um CRI	55
Figura 03: Exemplo de um termo de securitização de baixa qualidade de resolução– Brazilian Securities 2011.....	58
Figura 04: Exemplo de um termo de securitização de baixa qualidade de resolução– Brazilian Securities 2011.....	59
Figura 05: Captura de tela do sistema de busca de registro de ofertas públicas da CVM.	61
Figura 06: Captura de tela do sistema de registro de ofertas públicas da CVM	63
Figura 07: Captura de tela do sistema de registro de ofertas públicas da CVM	64
Figura 08: Captura de tela da planilha síntese.....	67
Figura 09: Captura de tela com exemplo do sítio eletrônico de uma securitizadora e a área de download de uma emissão de securitização.....	69
Figura 10: Captura de tela com exemplo do sítio eletrônico de uma securitizadora e as informações básicas da emissão disponíveis na página da securitizadora	70
Figura 11: Captura de tela com exemplo do sítio eletrônico de uma securitizadora e as informações básicas da emissão disponíveis na página da securitizadora	71
Figura 12: Termo de emissão de securitização com dados ilegíveis.....	73
Figura 13: Captura de tela da planilha com os dados coletados – parte 1.....	74
Figura 14: Captura de tela da planilha com os dados coletados – parte 2.....	75

Lista de Mapas

Mapa 1: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2011	103
Mapa 2: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2012	104
Mapa 3: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2013	105
Mapa 4: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2014	106
Mapa 5: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2015	108
Mapa 6: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2016	109
Mapa 7: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2017	110
Mapa 8: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2018	112
Mapa 9: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2019	113
Mapa 10: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2020	114
Mapa 11: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados 2011 a 2020	116
Mapa 12: Brasil - Quantidade de imóveis residenciais securitizados no período analisado em atividade ao final de 2020.....	117
Mapa 13: Brasil – Municípios e quantidade de imóveis securitizados em cidades pequenas – 2011 a 2020	121
Mapa 14: Brasil – Municípios e quantidade de imóveis securitizados em cidades médias e de porte médio – 2011 a 2020.....	122

Mapa 15: Brasil – Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados em metrópoles e cidades de grande porte – 2011 a 2020	123
Mapa 16: Marabá imóveis securitizados – 2011 a 2020	126
Mapa 17: Presidente Prudente – imóveis securitizados – 2011 a 2020.....	127

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Brasil - Valor total real e o valor acumulado real da totalidade de emissões de CRIs por ano 2011-2020	88
Gráfico 2: Brasil - Valor total real emitido por tipo de uso do imóvel 2011 – 2020	92
Gráfico 3: Brasil - Valor total real emitido pela origem do crédito securitizado	93
Gráfico 4: Brasil – Valor real emitido pela Caixa Econômica Federal e demais bancos	93
Gráfico 5: Brasil - Valor total das emissões de CRIs residenciais, valor total acumulado por ano 2011-2020.....	95
Gráfico 6: Brasil - Número de emissões de CRIs por tempo de circulação da emissão e origem do cedente.....	97

Lista de Quadros

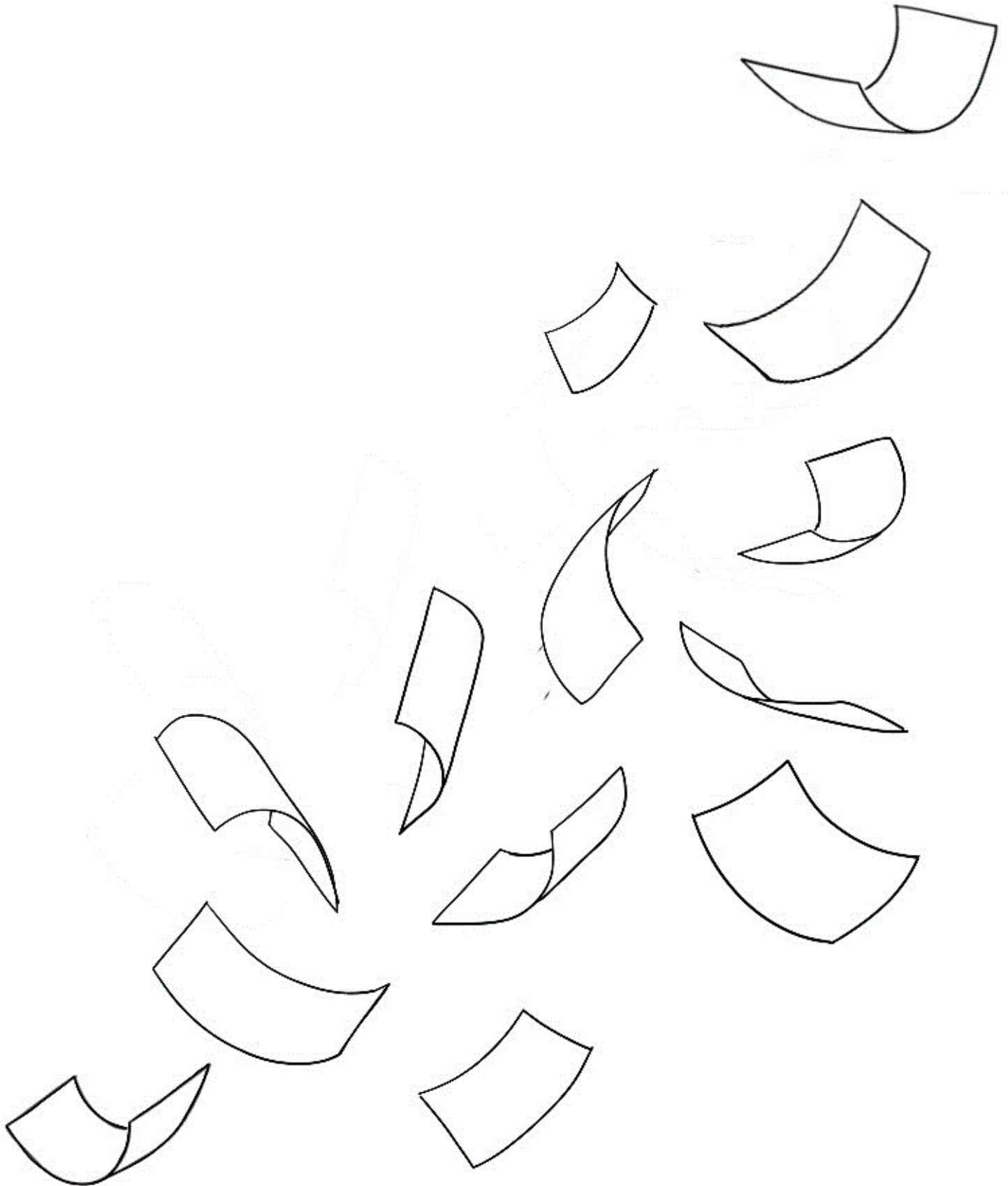
Quadro 01: Dados Coletados para a planilha síntese, suas variáveis e local de coleta dos dados.....	68
Quadro 02: Dados coletados na planilha final e suas variáveis	76
Quadro 03: Brasil - Número total de emissões coletadas por ano e total coletado.....	87
Quadro 04: Brasil - Número de emissões totais registradas, valor total e o valor acumulado das emissões de CRIs por ano 2011-2020	87
Quadro 05: Brasil – Número total de emissões por tipo de contrato originador	89
Quadro 06: Brasil - Porcentagem da totalidade das emissões por tipo de contrato originador	89
Quadro 07: Brasil -Número total de emissões por tipo de uso dos imóveis 2011 a 2020	90
Quadro 08: Brasil - Porcentagem da totalidade das emissões por tipo de uso dos imóveis 2011 a 2020	91
Quadro 09: Brasil - Valor total emitido por tipo de uso do imóvel 2011 – 2020	91
Quadro 10: Brasil - Valor total emitido pela origem do crédito securitizado.....	92
Quadro 11: Brasil - Valor total das emissões de CRIs residenciais, valor total acumulado e número de emissões registradas por ano 2011-2020	94
Quadro 12: Brasil - Tempo de circulação das emissões analisadas com dados disponíveis	95
Quadro 13: Brasil - Número de emissões de CRIs por tempo de circulação da emissão e origem do cedente.....	96
Quadro 14: Brasil - Porcentagem de emissões de CRIs por tempo de circulação da emissão e origem do cedente	97

Sumário

Introdução.....	19
Capítulo 1 – Novos processos em emergência: A transformação da cidade em um instrumento de rentabilidade financeira ...	24
Introdução.....	25
1.1. A transformação da terra e da cidade em produtos de rentabilidade financeira	28
1.2. A introdução da securitização no Brasil e as rodadas de regulamentação do mercado	38
1.3. O uso da securitização imobiliária pelos agentes de produção do espaço urbano	46
Capítulo 2 - Procedimentos metodológicos: A securitização como instrumento de análise da cidade	53
Introdução.....	54
2.1. A identificação e coleta dos dados	60
2.2. A sistematização dos dados.....	77
2.3. A espacialização e mapeamento dos dados de securitização.....	80
2.4. Considerações sobre o uso do CRIs como instrumento para a análise da cidade contemporânea	82
Capítulo 3 – A dimensão espaço temporal da securitização imobiliária	84
Introdução.....	85
3.1. A dimensão empírica e quantitativa da securitização imobiliária	86
3.1.2. A dimensão empírica da securitização em análise.....	98
3.2. Dimensão espacial da securitização imobiliária	100
3.2.2. A dimensão espacial da securitização em análise.....	124
3.3. A financeirização da produção e do consumo da habitação	125
Considerações Finais.....	130
Referências	138
Anexos.....	148

“O papel das finanças na produção de uma nova arquitetura do espaço não tem escapado aos geógrafos, ainda que estes sejam frequentemente acusados de não prestar suficientemente atenção a esse fato.”
– Milton Santos, A Natureza do Espaço: Técnica e Tempo, Razão e Emoção. 2006. p. 131.

Introdução



A presente dissertação de mestrado tem como objetivo principal compreender a financeirização do imobiliário a partir da análise dos certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e entender os impactos desse processo na produção e consumo do espaço urbano, tendo como recorte espacial de análise da securitização imobiliária brasileira a rede e estrutura urbana nacional.

Dessa forma, esta dissertação de mestrado tem como objetivo a construção de uma interface entre dois campos de estudo tão importantes para o entendimento da produção do espaço urbano na cidade contemporânea, que aparentam distanciamento, mas que apresentam estreitas relações, a geografia das finanças e a geografia urbana. Ou seja, o trabalho busca entender como as finanças vem contribuindo na “produção de uma nova arquitetura do espaço” (Santos, 2006. p. 131) e como esses instrumentos financeiros tão particulares vão sendo paulatinamente adotados pelos agentes de produção do espaço urbano e condicionando seu consumo.

Os estudos acerca do que se convencionou chamar de financeirização não são novos. Diversos autores, já clássicos, apontavam as tendências de dominação das finanças sobre o setor produtivo e podemos citar Braga (1985) e Harvey (2015 [1982]), o primeiro ao apontar a tendência de dominação das finanças sobre o setor produtivo e o segundo a tendência dos bens imóveis, em particular a terra, serem tratados como um ativo financeiro.

A crise financeira-imobiliária iniciada nos EUA, que eclode a partir de 2008, e que se dissemina por toda a economia mundial, traz para o centro dos estudos urbanos o debate acerca da financeirização, ou seja, da dominância financeira sobre o setor produtivo, em especial sobre uma de suas frentes, a financeirização do imobiliário. Um dos instrumentos da financeirização que vem ganhando destaque nos estudos urbanos é o da securitização imobiliária. Nos EUA, a securitização imobiliária, se inicia nos anos 1970, e foi por meio dela e dos *Collateralized Debt Obligation (CDOs) Subprime*, que se inicia a crise financeiro-imobiliária, caso esse que já foi muito bem analisado e discutido por Aalbers (2008) e Gothan (2009), por exemplo.

A securitização, como é denominado o processo de emissão de um título lastreado pode ser entendido como:

... denominação genérica para uma prática do mundo das finanças que consiste em transformar certos tipos de mercadorias em papéis. As mercadorias em questão e os rendimentos que potencialmente possam gerar passam a se constituir como lastro ou base dos papéis emitidos e a remuneração destes últimos fica assegurada pelo fluxo de rendimentos

(ou fluxo de caixa) que a mercadoria gera durante um certo período de tempo futuro (Melazzo e Abreu, 2019, p. 4).

Ou seja, a securitização é uma prática, que demanda de uma série de agentes e regulamentações, de antecipação de rendimentos futuros, dessa forma, é possível ao cedente do crédito securitizado, antecipar os rendimentos esperados a longo prazo para o tempo presente.

A definição nos obriga, ainda, a pensar os ativos securitizados a partir das características próprias de seus respectivos mercados, que no caso dos CRIs, trata-se do imobiliário. Entretanto, esse processo de transformação de mercadorias em papel não se encontra restrito ao imobiliário, essa dinâmica de titularização de mercadorias pode se estender a vários outros mercados.¹

A emissão desses produtos financeiros, é resultado de um longo e complexo processo que envolve uma série de agentes especializados e que consiste, tal como explicitado na citação, na transformação de um produto em título comercializável na bolsa de valores.

No Brasil os primeiros estudos acerca da securitização se dão antes mesmo do início da crise financeira iniciada nos EUA. Botelho (2007) se debruça sobre a construção dessa complexa estrutura e uso de instrumentos do mercado financeiro, como os Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) para a produção do espaço urbano de bairros de alto padrão em São Paulo, assim como o de torres corporativas e shoppings center. Posteriormente à crise financeira, Fix (2011), Pereira (2013), Rufino (2013), Royer (2015), Sanfelici (2015) passam também a analisar as relações entre o financeiro e o imobiliário no Brasil.

Vale destacar que esse primeiro conjunto de estudos evidenciam um primeiro momento desse processo no Brasil que se caracteriza por seu uso em especial para produção de imóveis de alto padrão, torres corporativas e galpões logísticos e que ainda não haviam se disseminado pelo território nacional, ou seja, se encontrava restrito às principais cidades brasileiras.

Mais recentemente, alguns estudos (dentre eles: Abreu, 2019; Abreu e Melazzo, 2019; Abreu, Melazzo e Ferreira, 2020; Ferreira, 2021; Melazzo et al 2021; Ferreira e Silva, 2022) vem apontando um segundo momento da securitização imobiliária no Brasil. Momento esse caracterizado pela disseminação desses instrumentos pelo território e para

¹ A exemplo, recentemente, vem ganhando destaque no mercado de capitais os Certificados de Recebíveis do Agronegócio, os CRAs.

imóveis residenciais de diferentes faixas de preço. Tais trabalhos destacam a disseminação desses instrumentos inicialmente por sua relação com bancos e fundos públicos, como é o caso da Caixa Econômica Federal (CEF) e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), mas que paulatinamente vão sendo adotados pelo mercado e promotores imobiliários como instrumento de financiamento dos empreendimentos.

Assim posto, este trabalho se dedica a analisar e entender tal processo e seus impactos na produção do espaço urbano a partir da disseminação do mesmo para imóveis residenciais, ou seja, para a habitação, visto que a dimensão residencial do processo é muitas vezes negligenciada, ou posta em segundo plano, frente à dimensão corporativa, comercial e de alto padrão, também presente na securitização imobiliária.

O recorte temporal adotado para a pesquisa, é de 2011 a 2020. A escolha deste recorte se deve por um lado pelo retorno da CEF ao mercado de securitização em 2011, após a realização de uma primeira emissão em 2002 e de um hiato de oito anos sem realizá-las. A opção pelo início da análise dos dados no ano de 2011 deve-se ao fato de que tal ano representa um ponto de inflexão na securitização imobiliária no Brasil, com o retorno das emissões da CEF, sendo a securitização elevada a patamares de volumes de emissões e número de imóveis securitizados que ainda não havia alcançado. Além disso, dissemina-se o processo, tanto espacialmente, quanto para os imóveis residenciais, de diferentes faixas de preço.

Sendo o objetivo dessa pesquisa compreender a produção do espaço urbano através de tais instrumentos, faz-se necessário entender as escalas geográficas que estão contidas nesses processos. Tal como apontado por Mendez (2018), a escala geográfica é essencial para analisar e entender a financeirização e suas relações com o imobiliário. Neste sentido, entendemos os CRIs como o elo que conecta e articula mercados tão distintos (o financeiro e o imobiliário) em escalas e tempos da circulação das mercadorias.

No que se refere aos capítulos desta dissertação de mestrado, o primeiro se dedica a uma revisão bibliográfica dos estudos acerca da financeirização e securitização imobiliária, além de analisar como a dimensão geográfica tem sido abordada por cada uma delas. Ainda, avança-se no debate sobre a regulamentação e a legislação que pauta o mercado de securitização imobiliária no Brasil e como eles paulatinamente vão impulsionando a securitização imobiliária. Ao final do capítulo, se encontra a entrevista realizada com um promotor imobiliário local que tem se utilizado de tais instrumentos para financiamento da produção de seus empreendimentos. A entrevista foi realizada

através da metodologia de entrevista semiestruturada e os principais trechos estão contidos nesta dissertação.

Também, no primeiro capítulo, apresentamos uma síntese e avaliação do levantamento bibliográfico e posicionamos a pesquisa frente a eles, apontando os avanços e contribuições da pesquisa aos estudos do tema.

O segundo capítulo, se dedica ao aprofundamento da discussão dos procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa, descrevendo as etapas da identificação, coleta e sistematização dos dados de emissões de CRIs. Também, analisa as possibilidades do uso desses procedimentos e do estudo da securitização imobiliária como metodologia para análise e compreensão das cidades, em um cenário de ampliação e disseminação dos processos de financeirização. Ao final, discute os procedimentos adotados no mapeamento e espacialização dos dados coletados.

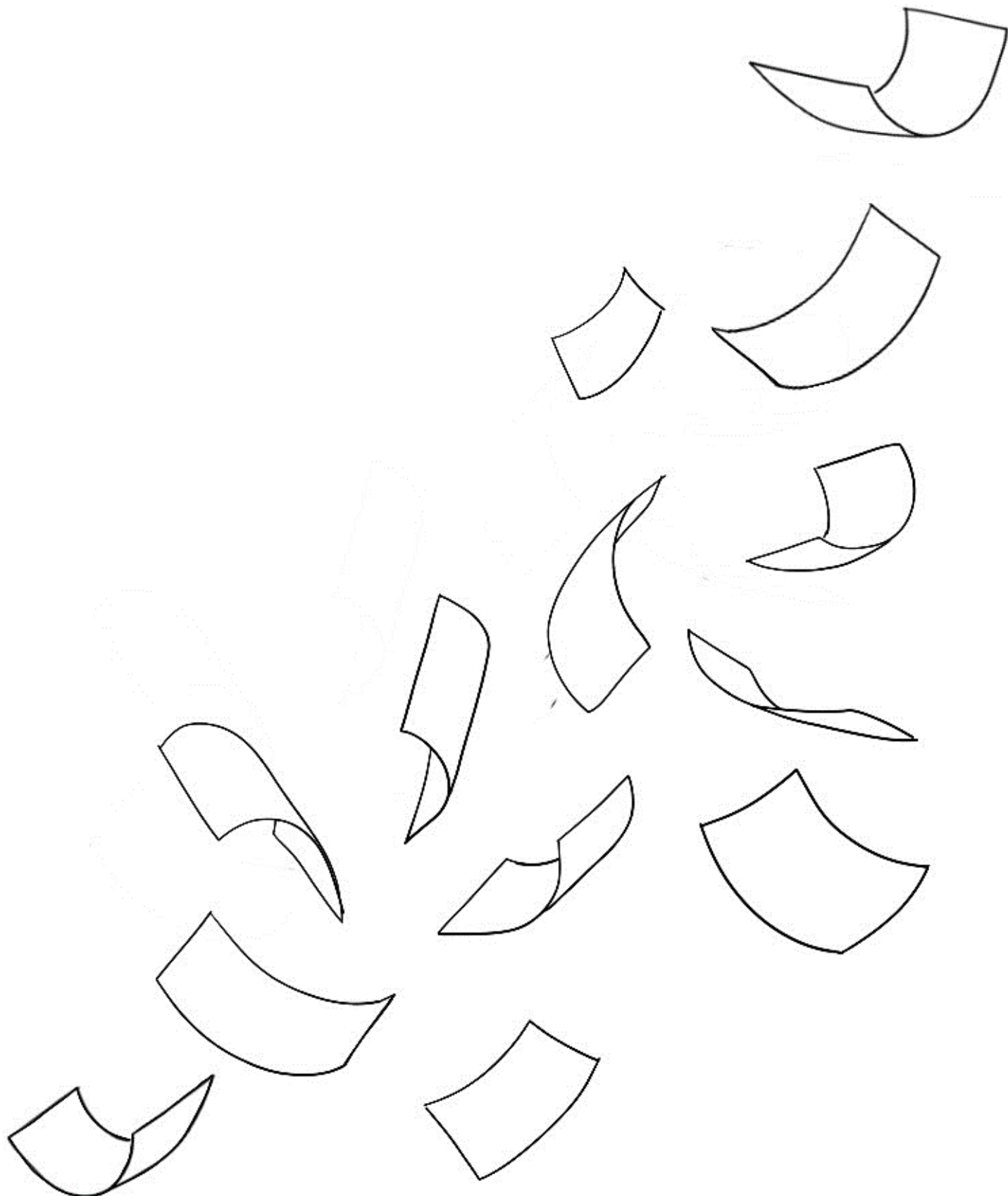
Para além dos procedimentos de coleta e análise dos dados destacados no segundo capítulo, vale mencionar a realização do levantamento bibliográfico por palavras-chave nos principais repositórios acadêmicos de teses, artigos e dissertações que perpassaram toda a pesquisa.

O terceiro capítulo é dedicado a análise dos dados coletados, sua exposição, com gráficos e tabelas sistematizados a partir dos dados coletados, assim como a discussão da dimensão espacial da securitização e dos processos a partir da rede e estrutura urbana nacional e sobre como tais processos se encontram inseridos tanto na produção quanto no consumo das cidades.

O terceiro capítulo apresenta, ainda, uma das principais descobertas da pesquisa, ao identificar, através dos dados coletados, a presença de duas lógicas na securitização imobiliária, ou seja, a lógica da produção e seu uso por construtoras e incorporadoras para viabilização dos empreendimentos e a lógica do consumo e do uso desses instrumentos pelos bancos para anteciper os rendimentos esperados dos empréstimos imobiliários concedidos, lógicas essas que apresentam temporalidades distintas. Além disso, formula o questionamento sobre a possibilidade de coexistências de ambas as lógicas em um mesmo empreendimento e mesmo em um mesmo imóvel. Dessa forma, através da análise dos dados e da sua dimensão espacial, se verificou que um mesmo imóvel pode ser dado como lastro em duas operações de securitização diferentes.

Ao final, estão contidas as considerações acerca da dissertação que, para além de uma síntese do conteúdo do trabalho, busca responder às questões formuladas em seu início e articular os argumentos e descobertas apresentadas em cada um dos capítulos.

Capítulo 1 – Novos processos em emergência: A transformação da cidade em um instrumento de rentabilidade financeira



Introdução

Na introdução desta dissertação apontamos para a complexidade e a exigência de conhecimentos técnicos acerca da estruturação e dos agentes envolvidos na emissão de ativos imobiliários, com base no instrumento da securitização, para a compreensão dos processos de financeirização do espaço urbano. Entretanto, a sua compreensão demanda, também, a interpretação teórica e das conjunturas históricas e institucionais envolvidas no processo. Assim, este capítulo tem como objetivo analisar estes aspectos da financeirização e da securitização imobiliária.

A financeirização como processo é extremamente diversa e se expressa em várias escalas e dimensões. O presente trabalho tem como foco a análise desse processo e sua interface com o imobiliário. Não cabe aqui apresentar e discutir todas as suas dimensões. Vale, entretanto, citar alguns dos trabalhos que se dedicaram a este exame extensivo do tema e citar algumas das principais dimensões de análise.

Em especial, o trabalho de Carvalho Filho (2020) e o de Klink e Souza (2017) se dedicam a categorizar os vários níveis de análise e as distintas vertentes interpretativas da financeirização. Seus trabalhos são importantes para entender a diversidade não apenas destes níveis de análise do processo, quanto de correntes teóricas que se dedicam ao seu estudo.

Carvalho Filho (2020) defende a possibilidade de classificar os estudos da financeirização a partir de cinco níveis de análise, sendo eles: a financeirização do capitalismo; a financeirização da gestão corporativa; a financeirização da vida cotidiana e a expropriação financeira; a financeirização da terra e do meio ambiente construído e a financeirização do Estado

Já Klink e Souza (2017) apresentam três vertentes teóricas dos estudos sobre a financeirização: o Marxismo, o regulacionismo e a economia política; Governança corporativa, contabilidade crítica e capitalismo de *coupon pool* e, Financeirização e a vida cotidiana: economia cultural, performatividade e os estudos sociais sobre as finanças. Além disso, os autores ainda avançam no que tange à distinção das correntes teóricas dos principais autores de cada uma daquelas vertentes.

Estas distinções que Carvalho Filho (2020) e Klink e Souza (2017) elaboram entre os níveis de análise, como classifica Carvalho Filho e vertentes, como classificam Klink e Souza, evidenciam muito bem a diversidade destes estudos, que não se restringem ao

imobiliário, nem às dinâmicas do capitalismo global, mas está presente em vários níveis e escalas, sendo um processo fundamental para entender o mundo contemporâneo.

Desta forma, é possível auferir, de imediato, a complexidade deste processo e como ele está presente em escalas e dimensões de análise muito distintas entre si, mas que tem como eixo conectivo o modo de produção capitalista, em especial, no capitalismo contemporâneo. que tem como ponto de inflexão os anos de 1970, na passagem para o que Chesnais (2002; 2005) denomina de “regime financeirizado”.

O autor francês foi o responsável por criar a denominação de “regime de acumulação financeirizado” (Chesnais, 2002; 2005). Além disso, tem contribuições importantes para se entender a atual dinâmica da economia global, como os novos e os velhos agentes econômicos passam a se articular a partir de distintas escalas geográficas, em especial a partir das transformações ocorridas pós segunda guerra mundial e as regulações originadas a partir de Bretton Woods (Chesnais, 2016).²

Dentre as principais definições do processo de financeirização, as mais aceitas foram as mais amplas, “guarda-chuva”, definições estas que tentam dar conta do processo como um todo centrado em sua questão central, a dominância das finanças sobre o setor produtivo.

Uma das definições mais utilizadas, é a definição de Aalbers (2015), que define a financeirização como:

To me, financialization is ‘the increasing dominance of financial actors, markets, practices, measurements and narratives, at various scales, resulting in a structural transformation of economies, firms (including financial institutions), states and households’. This is a definition capable of uniting the different strands of the financialization literature. It is therefore an umbrella definition open to multiple operational definitions that could be utilized in empirical research (Aalbers, 2015, p. 215).³

² O acordo de Bretton Woods, estabelece o fim da paridade ouro-dólar, o que resulta na transformação do dólar em uma moeda fiduciária, sem lastro monetário, e na possibilidade de aumento dos dólares em circulação assim como de produtos financeiros na economia estadunidense e por consequência na economia global.

³ Tradução livre: Para mim, financeirização é a dominância crescente de atores, mercados, práticas, medidas e narrativas financeiras, em múltiplas escalas, resultando na transformação estrutural das economias, das corporações (incluindo instituições financeiras), dos Estados e das famílias. Essa é uma definição capaz de unir as diferentes vertentes da literatura sobre financeirização. Portanto, é uma definição abrangente, aberta a várias definições operacionais que poderiam ser utilizadas em pesquisas empíricas.

A definição de Aalbers (2015) do processo de financeirização tem o cuidado de analisar e evidenciar seus impactos em diversos setores e escalas, não apenas na economia e nos setores produtivos, mas também nos Estados e nas famílias.

Além dessa, a definição de Braga (1997) define a financeirização como: “o novo padrão sistêmico de acumulação do capitalismo ...”, que se transforma em “... Expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo” (BRAGA: 1997, p. 195).

A definição proposta por Braga (1997) evidência não apenas a dominância das finanças sobre os demais setores econômicos, mas também como essas práticas financeiras passam a coordenar a acumulação no capitalismo contemporâneo.

Dessa forma essas definições tentam dar conta do processo em suas várias dimensões, ao focar no eixo central do processo. Nesse sentido vale citar alguns autores e estudos que têm trabalhado com outras dimensões da financeirização, para além do imobiliário. Podemos citar os estudos de Paulani (2010; 2012) sobre a financeirização e mudanças do papel do Estado.

No que tange aos estudos acerca da dimensão da financeirização da vida cotidiana, vale destacar os trabalhos de Lazzarato (2013), Caffentzis (2018), Martínez, Vivirescas e Puentes (2018). Estes autores trabalham com a dimensão dos sujeitos e o crescente endividamento das famílias e dos indivíduos frente a privatização de serviços que se dá a partir da neoliberalização das economias. Neste sentido, também a obra de Laval e Dardot (2013) é essencial para entender a neoliberalização dos estados, a nova razão do mundo e como ela impacta as várias esferas da vida.

Porém, o objetivo do capítulo é apresentar e debater as principais contribuições de autores que se dedicam ao estudo da financeirização, mais diretamente da financeirização do capitalismo e do meio ambiente construído e da cidade, além de analisar a trajetória deste processo no Brasil, a partir de um de seus instrumentos, os CRIs, e de como ela toma forma no país.

Para entendimento desse processo, e em especial no Brasil, faz-se necessário analisar e entender o papel do Estado tanto na regulamentação, quanto na oferta desses ativos, como veremos no decorrer dos capítulos.

Por conseguinte, as demais dimensões da financeirização citadas, apesar de importantes para compreensão dos reais potenciais e limites da financeirização no processo de acumulação capitalista e da vida cotidiana não serão debatidos neste trabalho.

Aalbers (2019A) destaca a importância do Estado na viabilização da financeirização, através da criação e da regulamentação do mercado de securitização, se constituindo em uma dimensão essencial ao entendimento da financeirização, e que deve ser constantemente revisitada, visto que as rodadas de transformações são paulatinas e constantes nesses mercados. Tais rodadas visam atualizar os instrumentos e as legislações de forma a obter e assegurar a maior rentabilidade possível aos investidores.

Tais transformações visam, de um lado, viabilizar a financeirização e seus instrumentos a partir da regulamentação e da criação de leis que tornem estes ativos atrativos aos investidores e, por outro lado, fornecer garantias legais e segurança jurídica aos investidores, muitas vezes, ao custo dos direitos da população. Dessa forma, faz-se necessário analisar o processo de construção de tal mercado no Brasil, através da criação e regulamentação desses instrumentos, em especial, dos CRIs.

Para cumprir com os objetivos deste trabalho, este capítulo se divide em três subcapítulos para além desta introdução. O subcapítulo seguinte analisa as principais contribuições de autores nacionais e internacionais ao debate da financeirização do imobiliário e da cidade. O segundo subcapítulo analisará os principais marcos legais e das regulamentações que vão, paulatinamente, introduzindo tais processos e instrumentos no país. Já o terceiro subcapítulo traz a entrevista realizada com um promotor imobiliário que tem se utilizado da securitização imobiliária para financiar a produção de seus empreendimentos e apresentar o novo marco legal da securitização e seu potencial de mudanças qualitativas deste processo no país.

1.1. A transformação da terra e da cidade em produtos de rentabilidade financeira

Como já explicitado, este subcapítulo se dedica a debater a trajetória da financeirização e da securitização imobiliária, tanto seu surgimento na economia global, quanto no Brasil. Esses dois processos, como já explicitado, passaram a chamar mais atenção dos estudos urbanos a partir do seu envolvimento na crise financeiro-hipotecária iniciada nos EUA a partir de 2008

Com a disseminação de CDOs (Collateralized Debt Obligation) *subprime* nos mercados financeiros, derivados da bolha hipotecária existente nos EUA no período se

inicia a crise financeira, fato esse já bem analisado e discutido pela bibliografia (Gothan, 2009; Aalbers, 2012) e que retomaremos posteriormente.

A securitização, que conhecemos hoje, data dos anos 1970 nos EUA (Roubini, 2010). Assim, destaca-se que tais processos não são recentes, mas se transformam ao longo do tempo, até se configurarem na sua forma atual. Forma esta, assim, mutável e que assume características próprias em cada mercado, em cada país.

Para tanto, é preciso revisitar tanto a bibliografia clássica para entender como esse processo avança e chega ao Brasil, capturando as rendas fundiárias dos imóveis e terrenos e os inserindo em dinâmicas de valorização próprias do capital financeiro, no processo que Barcella (2023) aponta como a transformação das cidades em “plataformas de rentabilidade” financeira.

Para compreender o processo de securitização e de financeirização do imobiliário, é necessário entender o que está no centro deste processo, que é a mobilização das rendas da terra, oriunda dos imóveis que tem suas dívidas securitizadas e que se configuram como lastro dessas operações.

A renda da terra é aqui compreendida a partir da leitura Marxiana contida no volume três de O Capital (Marx e Engels, 2016), mas também, a partir das contribuições de David Harvey em sua obra “Os limites do Capital” (2015 [1982]), na qual não apenas traz uma releitura da obra de Marx, mas também apresenta um elemento central para o entendimento desse processo, que é a compreensão de que a terra tende, cada vez mais, a ser tratada como ativo financeiro.

Ainda, vale citar os trabalhos de Anne Haila (1988; 1990) que também se debruça sobre o estudo da renda da terra, em especial, através do estudo da renda da terra urbana. Também, a autora destaca a importância da renda da terra urbana como um fator de coordenação da economia (Haila, 1988).

A autora traz importantes contribuições aos estudos urbanos, ao estabelecer uma distinção entre a clássica, antiga, interpretação da teoria da renda e o que ela denomina como a nova teoria da renda:

While in the old theory the focus of interest was on the barriers posed by landed property to rational land use and the conflicts arising from these barriers, in the new theory the question of rational land use is put into a new perspective and it is postulated that there exists a tendency towards rational land use. Whereas the old theory emphasized social relations, rent as a distributional category, and the role of absolute and

monopoly rent, in the new theory the focus is on differential rent and the coordinative role of rent. (Haila, 1988. p.80)⁴

No denominado antigo debate da teoria da renda, a autora aponta que a renda da terra é interpretada como um instrumento de distribuição do valor e nesta interpretação o proprietário assume um caráter parasitário, na medida em que absorve parte da mais valia e a retira do setor produtivo, ou seja, representaria um atraso ao desenvolvimento capitalista.

Já na interpretação contemporânea da teoria, a renda da terra é entendida a partir de seu papel ativo na acumulação do capital, orientando a alocação de recursos, capital e trabalho (Harvey, 2013). Ou seja, na nova interpretação da teoria, a renda da terra não representaria um empecilho ao desenvolvimento capitalista, mas sim, assumiria um papel coordenativo nesse desenvolvimento.

Para além disso, Haila também tem importantes contribuições ao debate da financeirização na economia global, em especial com vários artigos se dedicando aos estudos com foco nas economias asiáticas (Haila, 1999, 2000) e do norte da Europa (Haila, 2018). Porém, suas principais contribuições ao debate residem na discussão da renda da terra.

O debate da renda da terra se justifica pelo fato da renda possuir um papel coordenativo de investimentos no imobiliário e pela lógica de extração de rendas via instrumentos financeiros, tais como os da securitização que criam novos vínculos entre os mercados imobiliário e financeiro. Dessa forma, faz-se necessário compreender o processo de constituição desses novos papéis e instrumentos.

O surgimento da securitização, data da década de 1970 nos EUA, em especial a partir dos CDOs (Collateralized Debt Obligation), instrumentos de securitização imobiliária, similares aos CRIs brasileiros. O advento desses instrumentos se destaca por permitir “the increasing integration of the housing finance and other financial circuits”⁵ (Coakley, 1993, p. 711).

⁴ Tradução livre: Enquanto na teoria antiga [da renda da terra] o interesse se centrava nas barreiras colocadas pela propriedade fundiária ao uso racional da terra e os conflitos decorrentes dessas barreiras, na nova teoria, a questão da utilização racional da terra é colocada numa nova perspectiva e postula-se que existe uma tendência para a utilização racional da terra. Enquanto a antiga teoria enfatizava as relações sociais, a renda como categoria distributiva e o papel da renda absoluta e monopolista, na nova teoria o foco está na renda diferencial e no papel de coordenação da renda.

⁵ Tradução Livre: “a crescente integração entre os circuitos de financiamento da habitação e de outros circuitos financeiros”.

Assim sendo, a securitização permite a circulação dos imóveis e das rendas da terra deles advindas em escalas de circulação que esses imóveis não alcançariam, visto o caráter fixo da terra e dos imóveis sobre ela edificados. Ou seja, o que a securitização permite é a constituição de um “... amálgama entre o capital financeiro e o capital imobiliário” (Paiva, 2007, p. 141) que muda as escalas da circulação desta mercadoria específica (Melazzo et. al. 2021).

Tendo em vista a necessidade que o capitalismo contemporâneo requer de extrema liquidez e rapidez na circulação de valores, velocidade essa que somente os ativos financeiros podem oferecer (BELUZZO, 2017), em especial ao se tratar de imóveis, surge a securitização imobiliária, que fornece uma alternativa ao lento fluxo de pagamento de hipotecas e financiamentos imobiliários.

Neste sentido, Tonucci Filho, Torres e Almeida (2022), apontam que:

A liquidez gerada pela securitização possibilita, às empresas, ensejarem novos ciclos de acumulação, comprando terrenos, financiando novos projetos imobiliários e adquirindo totalmente ou parcialmente imóveis. Ao acelerar o ciclo de rotação do capital, abre-se espaço para aumento das margens de lucro, elevando a rentabilidade do ativo ao longo do tempo (Tonucci Filho, Torres e Almeida, 2022. p. 51).

Dessa forma, pode-se concluir que, o uso dos instrumentos de securitização, no mercado imobiliário, que se destaca nas palavras dos autores pela “durabilidade, irreprodutibilidade e imobilidade” se torna especialmente interessante, visto que permite a aceleração do ciclo de rotação do capital (Tonucci Filho, Torres e Almeida, 2022). Mas também, permitindo a circulação dos ativos derivados da securitização em escalas diferentes daquelas em que as mercadorias que os originaram, ou seja, os imóveis, alcançariam, visto que, o consumo e a circulação do imobiliário se dá na escala local (Melazzo et. al. 2021; Ferreira, 2021).

Braga (1985), que aponta “dominância financeira” sobre o setor produtivo, posteriormente vai definir esse processo”, que passou a ser denominado de financeirização, como o “novo padrão sistêmico de acumulação do capitalismo” (Braga, 1997).

Ao final de 2007, é deflagrada a crise financeiro-imobiliária que se inicia nos EUA. Essa crise é originada a partir da combinação entre bolha imobiliária e emissão de CDOs *Subprime*, ou seja, foram emitidos CDOs de baixa qualidade, oriundos da securitização de hipotecas de alto risco, que contaminaram o mercado financeiro, tal

como debatido em Gotham (2009) e Aalbers (2012). Com a quebra da bolha imobiliária e a interrupção dos fluxos de pagamentos desses ativos de baixa qualidade se instala uma crise no imobiliário, que logo extrapola esse mercado e atinge o mercado financeiro global uma vez que ambos já se encontravam irremediavelmente conectados

Aquela crise marcou um momento de inflexão importante, pois os estudos urbanos se voltam, então, a análise da financeirização com trabalhos que se dedicam à compreensão desse processo em suas várias dimensões e escalas, passando a se avolumar cada vez mais.

Dentre o conjunto de autores que vem se dedicando ao tema da financeirização desde a crise financeira, vale citar alguns que tem tido produções relevantes e contribuído bastante com o debate acerca dos processos de financeirização. Tais autores se inserem, então, nas vertentes que Klink e Souza (2017) denominaram de “Marxismo, o regulacionismo e a economia política” e “Financeirização e a vida cotidiana: economia cultural, performatividade e os estudos sociais sobre as finanças.”

Nesse sentido, vale citar as contribuições de Manuel Aalbers, geógrafo de formação, que constantemente destaca e traz para o centro do debate as questões geográficas e a preocupação com a dimensão espacial da financeirização, assim como as potencialidades no estudo da securitização a partir de sua dimensão espacial (Aalbers, 2019A).

Seu conjunto de textos destaca a variedade de níveis de análise possíveis para a financeirização (Aalbers, 2018; 2019B; 2019C). A vasta produção do autor e suas contribuições vão desde análises acerca da crise dos *Subprime* (Aalbers, 2012) até a análise de casos de diversos países (Aalbers, 2007, 2008), constituindo-se como um autor imprescindível para a análise da financeirização.

Outro autor essencial para o entendimento do tema é Brett Christophers, que tem produzido uma longa bibliografia, em especial sobre a dimensão geográfica do processo (Christophers, 2010). Além disso, o autor traz contribuições importantes ao debate, ao enunciar os perigos do uso excessivo do conceito de financeirização, ou seja, o alargamento deste conceito e de seus limites e seu uso nas mais variadas pesquisas sem o devido cuidado e rigor teórico e metodológico (Christophers, 2010). O autor e sua contribuição se tornam mais relevante com o avançar desses processos e o paulatino crescimento dos estudos que vem se dedicando a esses temas

Costas Lapavistas também traz contribuições ao entendimento da financeirização. Ele destaca, em um de seus textos, o que ele considera ser o motivo do interesse recente

nos estudos do temacujo crescimento seria derivado de sua capacidade de conectar o crescimento das finanças com as recentes crises financeiras (Lapavitsas, 2011).

“Its theoretical appeal lies in its ability to connect the current crisis to the secular growth of finance in recent years. More broadly, it can give insight into the structural transformation of capitalist economies during the last three decades, with its attendant social mimplica-tions” (Lapavitsas, 2011. p. 611).⁶

Outra das contribuições de Lapavitsas são suas análises acerca da dinâmica financeira do capitalismo contemporâneo (Lapavitsas, 2009) e o conceito de financeirização subordinada (Lapavitsas, 2016). O autor discute a partir da financeirização dos países em desenvolvimento que derivaria da estrutura hierárquica e exploradora do mercado financeiro internacional, marcando como início desse processo as rodadas de neoliberalização que se dão a partir dos anos 70.

O texto de Lapavitsas (2016) traz um debate que é essencial para entender a financeirização nos países latino-americanos, que é pensar como esses países, como o Brasil, se inserem nesta dinâmica do mercado financeiro, de forma tardia e mesmo subordinada aos grandes centros financeiros e às grandes potências internacionais.

Importante ressaltar, que mesmo considerando tais processos econômicos como hierarquizados, os mesmos não são impostos de forma unidirecional, tal como propõe Sanfelici (2015), ao destacar o caráter multidirecional e multiescalar da financeirização.

No que tange aos estudos da financeirização que se avolumaram a partir da crise financeira de 2008, alguns autores e estudos se destacam no Brasil. Mariana Fix (2011) é uma das primeiras autoras a analisar as transformações ocorridas no circuito imobiliário no Brasil e suas relações com o mercado financeiro e a citada crise.

Além disso, a autora reconstitui a formação do circuito imobiliário no Brasil, da constituição do Banco Nacional de Habitação (BNH) à promulgação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e de seus instrumentos. Desta forma, a interpretação da autora é fundamental para entender as transformações do mercado e dos instrumentos que analisamos neste trabalho, assim como para entender as características do caso brasileiro.

⁶ Tradução livre: “Seu apelo teórico repousa em sua capacidade de conectar a crise contemporânea com o crescimento secular da finança nos últimos anos. Mais amplamente, ela pode dar uma visão sobre a transformação estrutural das economias capitalistas ao longo das últimas três décadas, com suas implicações sociais”

Neste sentido, vale destacar também o recente trabalho de Barcella (2023), que não apenas estabelece estes nexos entre os mercados imobiliários e financeiros, em especial para o Brasil, mas também analisa a como a cidade passa a se configurar como plataformas de rentabilidade do capital financeiro.

Daniel Sanfelici, citado anteriormente, é outro dos autores que vem trazendo relevantes contribuições aos estudos da financeirização no Brasil. Além do já citado caráter multiescalar e bidirecional da financeirização (Sanfelici, 2015), o autor vem apontando a construção dos instrumentos e da trajetória da financeirização no Brasil (Sanfelici e Halbert, 2019; Sanfelici, 2020), além de avançar no estudo dos títulos securitizados e dos mercados secundários (Sanfelici, 2017).

Sanfelici traz para debate uma frente de pesquisa muito importante para compreender tais processos, que é o estudo e análise dos fundos financeiros imobiliários, os FIIs (Sanfelici, 2017), em especial o impacto de tais fundos nas metrópoles brasileiras, debate esse que precisa ser pensado, também, a partir da multiescalaridade do processo e dos fluxos financeiros. Para pensar tal caráter multiescalar, Mendez (2018) é um dos principais autores utilizados.

Ricardo Mendez (Mendez, 2018), tem apresentado importantes contribuições aos estudos urbanos e aos estudos da financeirização. Em especial, o autor se destaca por trazer para o centro do debate uma dimensão da financeirização, que tanto ele quanto Aalbers (2019) apontam como negligenciada, sendo essa a dimensão espacial da financeirização.

Destaca como central ao entendimento desses processos, o caráter multiescalar da financeirização, suas repercussões espaciais e a seletividade espacial deste processo. Ainda, como a elevada mobilidade do capital financeiro contribui para segmentação do espaço, buscando extrair ao máximo as diferentes rentabilidades e conectividade do território, evidenciando questões e conceitos eminentemente geográficos desses processos, tais como escala, lugar, vulnerabilidade territorial e como estes conceitos podem contribuir para a compreensão e análise do processo de financeirização (Mendez, 2018).

Klink e Souza (2017) também destacam a importância de uma análise multiescalar para compreensão da totalidade do processo de financeirização.

Em outras palavras, existe o desafio de relacionar como a financeirização condiciona as operações de financiamento e de despesas públicas, modificando as estratégias de diversos agentes, com

uma abordagem que seja mais sensível às principais dimensões espaciais: escalas, lugares, redes e territórios. Assim, será possível uma melhor compreensão das relações micro e macro do fenômeno e da evolução de suas geografias históricas no Brasil. (Klink e Souza, 2017 p. 383.).

Mais recentemente, um conjunto de trabalhos vem se dedicando ao estudo da dimensão espacial da securitização. Tais estudos se destacam não apenas pelas análises da securitização a partir do intraurbano de várias cidades brasileiras (Abreu, 2019; Ferreira, 2021; Ferreira e Silva, 2022) e do território nacional (Ferreira, 2021; Abreu, Melazzo e Ferreira, 2020; Melazzo et al. 2021).

Este conjunto de estudos tem se destacado por três motivos, além da já citada valorização da dimensão espacial da securitização. Primeiro, estes trabalhos colocam em debate o papel do Estado na financeirização, que atua tanto na regulamentação do mercado quanto na emissão e compra de CRIs no Brasil e cuja entrada nesse mercado específico marca mudanças qualitativas na securitização imobiliária no país.

Segundo, a valorização do papel da habitação na securitização imobiliária nacional, sendo que todos os trabalhos supracitados analisam a securitização imobiliária residencial, evidenciando a transformação deste mercado, que já não condiz com o primeiro momento apontado pela bibliografia, em que a securitização imobiliária se destacou em empreendimentos comerciais de alto padrão, tendo já se disseminado por empreendimentos residenciais de várias faixas de preço.

Se em um primeiro momento a securitização, um dos instrumentos da financeirização, se restringia a bens imobiliários de alto valor unitário, focada em imóveis comerciais ou de serviços e concentrados em cidades core de regiões metropolitanas, notadamente São Paulo, a paulatina entrada da Caixa Econômica Federal (CEF) altera profundamente tal cenário.

Desde o ano de 2002, quando fez sua primeira emissão, a CEF passou a ser líder do mercado de títulos baseados no imobiliário. Hoje, já é possível avaliar algumas mudanças estruturais por ela promovidas: a securitização se espalha para cidades de diferentes portes e estratos da rede urbana e passa a capturar imóveis de uso residencial e menores valores. Assim, é pela condução de um banco público, maior financiador imobiliário residencial do Brasil, que passam a ser organizadas as condições, regras de funcionamento e disseminação do instrumento da securitização (Melazzo et. al. 2021 p. 2).

Ainda, estes trabalhos se destacam pela dimensão empírica dos dados coletados e apresentados. Os dados de localização dos imóveis residenciais securitizados apresentados pelos autores, a partir dos quais se permite alcançar a dimensão espacial do

processo, o volume de dados analisados, abarcando informações de empresas diversas, que tem públicos consumidores com poder de compra distintos e a série temporal analisada, permitem avaliar o processo ao longo do tempo (Abreu, 2019; Abreu, Melazzo e Ferreira, 2020; Ferreira, 2021; Melazzo et al. 2021; Ferreira e Silva, 2022).

Neste sentido esses trabalhos evidenciam a complexidade do caso brasileiro de financeirização e securitização imobiliária e o tamanho e extensão deste mercado, visto que o mesmo se disseminou espacialmente pelo território e por imóveis de diferentes faixas de preço. Destacam-se, assim, transformações ocorridas neste mercado desde os primeiros estudos realizados no Brasil, apontando a necessidade de análise de recortes não metropolitanos e da importância da compreensão do papel do Estado para entender o caso brasileiro.

Mais recentemente vem se avolumando estudos acerca da financeirização no que se convencionou a chamar de “Sul Global”, que têm sido realizados inclusive por autores e pesquisadores europeus. Entretanto, diversos trabalhos têm sido realizados por pesquisadores latino-americanos, que vêm se dedicando ao estudo dos casos concretos de seus respectivos países. Para além dos autores brasileiros já citados, vale destacar outros autores latinos e seus trabalhos.

Dentre os casos de financeirização do imobiliário latino-americano o México merece destaque. O país possui um programa de habitação que apresenta um caso de abandono das residências, por parte dos moradores, que retornam para as antigas áreas em que moravam por conta das distâncias e da falta de infraestrutura e baixa qualidade das moradias produzidas (Cruz-Muñoz e Isunza, 2017), além de um complexo modelo de securitização imobiliária que também vem avançando para os imóveis residenciais.

Sobre o caso mexicano, vale citar os trabalhos de Heeg, Garcia e Salinas (2020); Nascimento Neto e Salinas (2019); Salinas e Ramirez (2021), que vem analisando o caso mexicano de financeirização não apenas pelo imobiliário, mas também por setores como a indústria farmacêutica (Salinas e Carmona, 2021).

Sobre os demais países latino-americanos, merecem destaque também, os estudos acerca da Argentina (Socoloff e Rufino, 2021), Chile (Hidalgo, Santana e Alvarado, 2021), Colômbia (Hidalgo, Santana e Alvarado, 2021) em estudos reunidos por Salinas (2021) que organiza coletânea de textos em uma obra que se dedica ao estudo da financeirização do imobiliário na América Latina.

A leitura e análise dos casos latino-americanos, nestes estando incluso o Brasil, chamam atenção por dois pontos. Primeiro, a importância dos programas habitacionais financiados e/ou subsidiados pelos Estados e fundos públicos.

Neste sentido, o Estado se apresenta como agente central para o entendimento dos casos latino-americanos, além de configurar como a particularidade que o difere dos casos europeus e dos EUA, em que a atuação do Estado se restringe muito mais a regulamentação ou desregulamentação dos mercados imobiliário e financeiro e garantias aos investidores (Torres, Tonucci Filho e Almeida, 2022), enquanto na América-Latina sua atuação é muito mais direta, seja por meio de programas habitacionais ou mesmo pela atuação direta na oferta e demanda de títulos ou seja, na emissão e compra de títulos securitizados, como é o caso do Brasil.

Tal evidência nos leva a refletir sobre o papel do Estado na promoção da financeirização, haja vista tanto sua atuação na construção e promoção de um mercado e de instrumentos da financeirização, quanto na oferta de crédito securitizado e em última medida na compra desses títulos, visto o uso de fundos que estão sobre o controle do Estado, para a compra desses produtos financeiros.

Também, vale destacar os trabalhos e contribuições da chamada Geografia Financeira. Trabalhos como o de Contel (2009) nos ajudam a compreender como as finanças e o crédito estão inseridas no território, assim como suas relações com o espaço geográfico (Contel, 2016), evidenciando a importância do estudo das finanças para compreensão da transformação do espaço.

Também, tais estudos são importantes para compreensão das dinâmicas de concentração das estruturas financeiras (Cordeiro, 1986/1987; 1991; Correa, 2006), estruturas essas que são essenciais para o desenvolvimento da securitização e cuja concentração espacial, nos ajuda a pensar a disseminação da securitização pelo território nacional. Ou seja, em que medida a localização dessas estruturas e centros financeiros, facilita ou dificulta a adoção desses instrumentos, os CRIs, pelos produtores imobiliários.

Como já explicitado, este capítulo não tem como objetivo apresentar toda a bibliografia existente, sendo os autores e trabalhos citados apenas alguns dos estudos com os quais este trabalho dialoga direta ou indiretamente.

A partir da revisão bibliográfica realizada, nota-se contribuições possíveis da pesquisa aos estudos da financeirização do imobiliário no Brasil, contribuições essas que procuramos trazer ao longo dos três capítulos dessa dissertação.

Primeiro, o trabalho avança no que tange ao debate da securitização do imobiliário, em especial na dimensão residencial. A habitação é posta de lado por parte da bibliografia como uma parte menor do processo, entretanto, como será possível verificar no decorrer do trabalho, a mesma representa aproximadamente um terço do total da securitização imobiliária no período analisado.

Segundo, a revisão bibliográfica nos permite verificar que pouco vem sendo produzido acerca da dimensão dos procedimentos metodológicos de análise desses instrumentos tão sofisticados e complexos e que necessitam de uma metodologia específica, em especial para que seja possível alcançar a dimensão espacial do processo de securitização.

Terceiro, são poucos os trabalhos que conseguiram avançar na análise da dimensão espacial da securitização imobiliária no Brasil, nas diversas escalas, tanto na escala da cidade quanto na escala da rede urbana nacional. O que se verifica tanto pela ausência de procedimentos metodológicos adequados à apreensão do processo quanto pela negligência à dimensão espacial da securitização, como apontada por alguns autores já citados anteriormente.

Essas questões, identificadas a partir da revisão bibliográfica posicionam e orientam o trabalho, no sentido de buscar avanços e contribuições aos estudos da financeirização e da securitização imobiliária no Brasil. Porém, para compreensão e avanço na análise é necessário que se entenda e avalie o processo de constituição do arcabouço jurídico-normativo que cria e viabiliza o mercado de securitização imobiliária no Brasil.

1.2. A introdução da securitização no Brasil e as rodadas de regulamentação do mercado

No ano de 1997 é promulgada, pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso, a Lei nº. 9.514, que cria o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), introduzindo o instrumento da securitização imobiliária, o CRIs, e inserindo várias inovações no ordenamento jurídico.

Até a promulgação do SFI, o único sistema de financiamento e obtenção de crédito habitacional existente até então era, o Sistema Financeiro Habitacional (SFH) e seu

modelo tinha como origem os recursos de fundos controlados pelo Estado, oriundos da captação da poupança voluntária, via Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, ou compulsória, via FGTS (Royer, 2009; Pereira, 2015). Entretanto, a constituição do SFI não eliminou o SFH, que perdura até hoje e ainda é importante para o fomento do financiamento habitacional no país, passando os dois sistemas a coexistirem, na estrutura jurídico-normativa brasileira.

A criação do SFI, como assinalado por Royer (2009), o foi com a pretensão de deslanchar um modelo de financiamento imobiliário via mercado, semelhante ao modelo estadunidense, a partir de críticas ao SFH.

Ao contrário do sistema anterior, apoiado em um *funding* público, o SFI buscava deslanchar o crédito imobiliário com o uso de instrumentos financeiros inovadores como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), buscando introduzir, ainda que em menor escala, um mercado de financiamento habitacional semelhante ao modelo norte-americano, provendo as condições necessárias ao desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas, que teria como função primordial transformar a concessão de crédito imobiliário num investimento dotado de segurança e liquidez (Royer, 2009; p. 16).

Vale destacar, ainda, que apesar do avanço do SFI e de seus instrumentos, impulsionado por incentivos e estímulos ao sistema, o financiamento via SFH ainda é predominante no Brasil.⁷

A constituição do mercado de securitização até a forma como se apresenta atualmente demandou diversas rodadas, como aponta Barcella (2023), de regulamentações e adequações promovidas pelos sucessivos governos. Neste sentido, o presente subcapítulo tem como objetivo analisar essas paulatinas rodadas de mudanças regulatórias que vão abrindo o campo do imobiliário para as finanças no Brasil.

Já no ano seguinte à promulgação do SFI no Brasil, em 1998, é criada a primeira companhia de securitização do país, a CIBRASEC, posteriormente adotando o nome de Isec, e que ainda atua hoje como Virgo e é uma das empresas referência no ramo. Posteriormente, em 2002, ocorre a primeira emissão de CRIs da Caixa Econômica Federal

⁷ Dentre os diversos instrumentos e ativos criados pelo SFI podemos destacar, para além dos já citados CRIs, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). As LCIs são títulos emitidos por instituições financeiras com o objetivo de captar recursos para empreendimentos imobiliários, já as CCIs são títulos de crédito, associado a um financiamento imobiliário ou contrato de locação, facilitando assim a portabilidade e negociação do crédito original.

(CEF), sendo essa caracterizada pela securitização de imóveis residenciais em todo o território nacional.

Juntamente à primeira emissão da CEF, a partir da circular nº 252 de julho de 2002 da Caixa Econômica Federal, em concordância às resoluções nº 375/2001 e 410/2002 do Conselho Curador do FGTS (CCFGTS), ocorre também o lançamento, via Caixa Econômica Federal, de uma linha de crédito do FGTS destinada a aquisição de CRIs com lastro em imóveis novos e usados.

Tal linha de crédito disponibilizou 100 milhões de reais (valor referente ao ano de 2001, o que corresponde a R\$ 432.394.640,00 em valores atualizados⁸), para a compra de CRIs com lastro em financiamentos de imóveis residenciais. Se destaca nessa linha de crédito, o fato de que o valor de avaliação dos imóveis que comporiam a emissão não poderia ultrapassar os 110 mil reais (o que corresponde a R\$ 385.722,19 em valores atualizados).

Chama a atenção nessa constatação a existência já na primeira emissão de CRIs da CEF, em 2002, de uma estreita relação do banco com o FGTS para provisão de recursos para a compra desses ativos. Também se verifica o início da estruturação dos parâmetros do que viriam a ser as emissões de CRIs da CEF: imóveis residenciais de baixo valor se comparado ao padrão anterior, focado que era em imóveis corporativos de alto padrão.

Adriano Botelho (2007) produziu um dos primeiros grandes estudos sobre a financeirização no Brasil, que analisa a sua dimensão espacial e a relação com a produção do espaço urbano. O trabalho inova ao descrever e analisar o uso de instrumentos do mercado financeiro na produção de bairros de alto padrão em São Paulo. O texto também marca aquele primeiro conjunto de trabalhos dos estudos urbanos, já citados, sobre a financeirização no Brasil, que ficaram caracterizados por sua ênfase no recorte territorial metropolitano e na produção dos imóveis, residenciais e/ou corporativos, de alto padrão.

Botelho (2007) também destaca transformações importantes ocorridas na legislação e que impulsionam o mercado de securitização. Em especial, podemos citar a isenção de imposto de renda para ativos imobiliários como os CRIs no ano de 2005, e a autorização de venda dos CRIs na bolsa de valores no ano anterior, 2004. Antes estes

⁸ Valores atualizado para dezembro de 2020 utilizando o índice IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas.

ativos eram vendidos no mercado de balcão, fora da bolsa, o que passaria menos “segurança” aos investidores. (Botelho, 2007).

No Brasil, Botelho (2007) é um dos primeiros autores a valorizar a dimensão espacial da securitização imobiliária a partir da análise dos CRIs emitidos tendo como lastro imóveis securitizados em São Paulo. Entretanto, o recorte territorial de tal estudo é restrito a uma área urbana, muito em função, também, do momento histórico em que a pesquisa se realiza, em que securitização ainda se encontrava em seus estágios iniciais

No mesmo período, das mudanças citadas por Botelho (2007), os CRIs passam a ser vinculados às CCIs (Cédulas de Crédito Imobiliário) e não mais as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário). Tal mudança é técnica e jurídica, mas resulta numa maior velocidade de emissão dos CRIs, uma vez que a partir de tal mudança deixa de ser necessária a autorização do mutuário para que se emita um ativo lastreado na dívida contraída por ele. Ainda, é aprovada a Lei do Valor Incontroverso (Lei nº 10931 de 2004), o que resulta em uma maior segurança jurídica aos investidores, a referida lei define que em caso de disputa judicial por divergências nos valores de pagamentos de financiamentos, o valor que não se encontra em disputa pelas partes, ou seja, o incontroverso, deve continuar a ser pago durante o processo.

A partir do ano de 2008 ocorreram uma série de transformações nos marcos regulatórios. São lançadas regulamentações pelo Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (CCFGTS)⁹ que autoriza o Fundo Público (FGTS) a comprar ativos financeiros lastreados no imobiliário, tais como os CRIs¹⁰.

Tais regulamentações se dão entre os anos de 2008 e 2013 e, na prática, autorizam o FGTS a comprar CRIs emitidos pela CEF. Royer (2016) destaca muito bem as mudanças nas regulamentações do FGTS que viabilizam o retorno da CEF ao mercado de securitização no ano de 2011. Por se tratar de um tipo de investimento relativamente novo no Brasil, além de uma estrutura e regulamentações complexas tanto dos CRIs quanto do FGTS, foram necessárias uma série resoluções do CCFGTS para viabilizar tais investimentos.

Dessa forma, o retorno da CEF ao mercado de securitização se dá com a sofisticação e o estreitamento das relações do banco com o FGTS. A sofisticação dessa

⁹ Trata-se das resoluções do CCFGTS nº 578/2008, 602/2009, 637/2010, 681/2012, 702/2012, 725/2013.

¹⁰ O Conselho Curador do FGTS é um órgão colegiado tripartite formado por entidades representativas dos trabalhadores, dos empregadores e de representantes do Governo Federal, e é responsável por gerir e administrar o Fundo de Garantia.

relação ocorre de forma que oferta e demanda são supridas via Estado, sem a necessidade da aquisição de linhas de crédito por terceiros para aquisição desses ativos, como ocorre na primeira emissão de CRIs da CEF.

Além disso, Eloy (2013) destaca a atuação, também, do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE – na compra de tais ativos “Na mesma linha, a regulamentação do SBPE passou a admitir a contabilização de CRIs adquiridas e dos investimentos em FIIs e FIDCs como parte do cumprimento da exigibilidade em crédito habitacional.” (ELOY, 2013, p. 60).

A Exigibilidade do SBPE seria, segundo Eloy (2013):

(...) uma “exigibilidade” que compreende, basicamente, os percentuais mínimos de recursos que devem ser canalizados para o crédito habitacional ou imobiliário e os que devem ser recolhidos compulsoriamente ao Banco Central. (Eloy, 2013, p. 124)

Ou seja, os investimentos em CRIs, FIIs e FIDCs passam a ser considerados como investimentos em crédito habitacional ou imobiliário, podendo ser utilizados para cumprimento da exigibilidade do SBPE.

Tais mudanças se dão no sentido de viabilizar, a partir de fartos recursos gerenciados pelo Estado, tais como o FGTS e SBPE, os CRIs como ativo e dar vazão ao mercado de securitização, ainda incipiente naquele momento, tal como apontado pela mesma autora:

Com a dificuldade para emplacar a securitização, foram concedidos incentivos fiscais por meio da isenção tributária. Além disso, o SFI buscou recursos junto às fontes do SFH – FGTS e SBPE – um contrassenso. (Eloy, 2013, p. 60).

Após essa série de transformações nas regulamentações, a CEF realiza a sua segunda emissão de CRIs em 2011 com a 203ª e 204ª série da 1ª emissão da Brazilian Securities. Após esta, a CEF realiza subsequentes operações anualmente até 2016, ano em que realiza a sua última. Assim, a CEF se consolida como uma das principais cedentes do mercado de securitização, tendo sido responsável por 19% de todas as emissões de CRIs entre os anos de 2011 e 2020 (UQBAR, 2020).

É importante demarcar tanto o posicionamento da CEF como agente central do financiamento imobiliário no Brasil (Barcella, 2023), quanto sua estreita relação com o FGTS, como bem enunciam Eloy (2013) e Barcella (2023), tendo sido o fundo público

responsável pela compra da maior parte destes CRIs lançados (Abreu, 2019; Royer, 2015; Ferreira, 2021; Melazzo et al. 2021).

Já no ano de 2017, uma alteração na Lei da Alienação fiduciária (Lei 13.476 de 2017) avançou no que tange à segurança jurídica do investidor, ao mesmo tempo que fragilizou os direitos dos tomadores de empréstimos habitacionais. A nova regra passou a garantir que, nos casos de retomada e leilão do imóvel, e na hipótese de o valor de venda do imóvel retomado não cobrir o total da dívida, o tomador da dívida original além de perder o imóvel, é obrigado a arcar com a diferença de modo a cobrir o total da dívida.

Em 2022, é criada a “Novo Marco legal da Securitização”, a nova lei cria dentre outras inovações, as LRS (Letras de Risco de Seguros). Tais ativos podem ser emitidos exclusivamente por SSPE (Sociedades Seguradoras de Propósito Específico), além disso, a nova lei cria regulamentações sobre os produtos já existentes, como os CRIs e os CRAs (Certificados de Recebíveis do Agronegócio). Vista a necessidade de avaliação e debate pela CVM e de definição de entendimento legal de cada um dos pontos da lei, a nova regulamentação teve ainda pouco efeito prático até o momento.

SSPEs são companhias securitizadora que tem como finalidade única a realização de operações de securitização de dívidas vinculadas a seguros e resseguros. Ou seja, é uma companhia securitizadora específica para operação desses novos produtos financeiros as LRSs.

As novas regras versam também sobre as ofertas públicas de CRIs, estabelecendo novos ritos de registro das emissões, além de reestruturações nos documentos das emissões, de forma a facilitar a divulgação e informações e impedir a repetição de informações nos vários documentos da operação.

O novo marco legal da securitização visa facilitar a emissão e criar produtos financeiros e agentes neste mercado já tão complexo. Assim visto, não iremos aprofundar no debate do novo marco legal nesta dissertação. Os impactos reais dessa nova legislação ainda repercutirão nos próximos anos, porém, a mesma se constitui como um marco importante na legislação do país e poderá ter impactos significativos na securitização brasileira.

Após a revisão da legislação brasileira, pode-se identificar três grandes momentos da securitização no país, sob este aspecto. Um primeiro momento, de criação e regulamentação primária dos instrumentos e do mercado que se iniciaria em 1997 com a criação do SFI e prossegue até 2010, momento em que se consolidam os instrumentos. Um segundo momento, que vai de 2011 até 2016 que teve na figura do Estado o agente

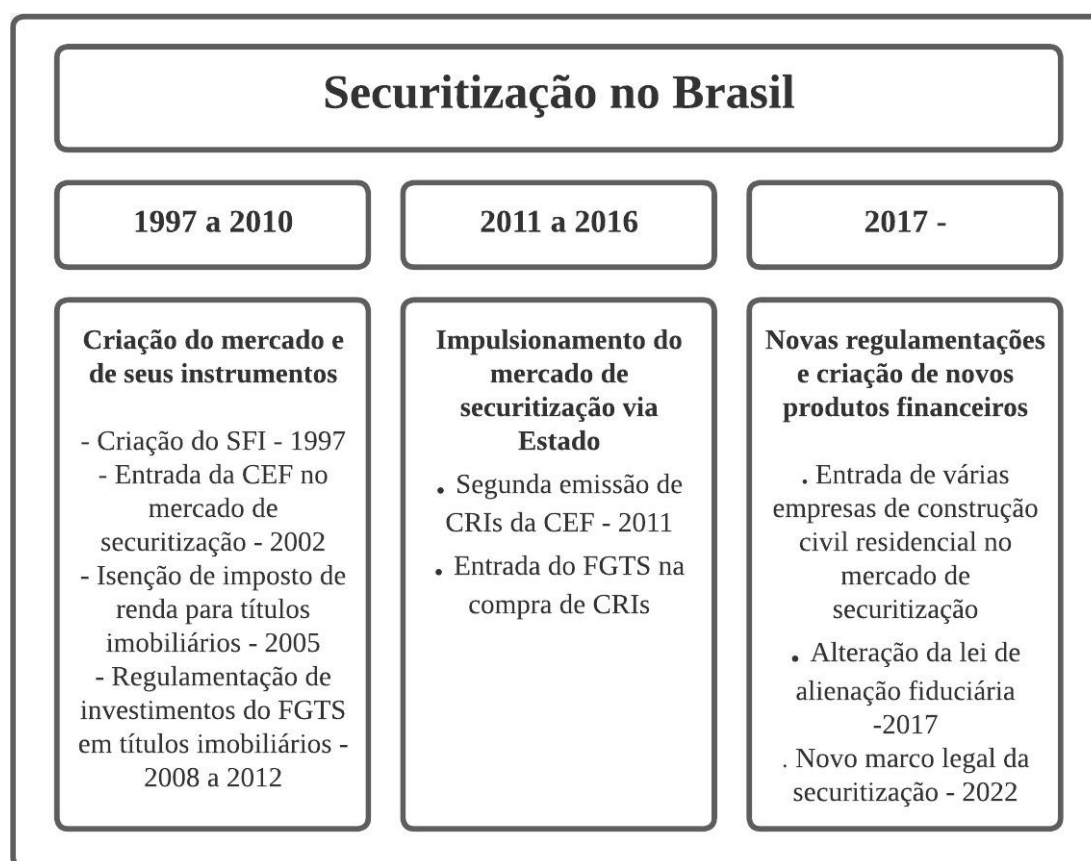
central desse processo, a partir das emissões de CRIs da CEF e a compra das mesmas pelo FGTS. E um terceiro momento, que se constitui a partir da saída do Estado do mercado de securitização, com a interrupção das emissões da CEF e a adoção desses instrumentos pelas construtoras e incorporadoras que passam a centralizar o processo de securitização,

Nesse sentido, ocorrem mudanças e permanências na transição do segundo para o terceiro momento. A disseminação desses instrumentos para os imóveis de diferentes faixas de preço, o que já ocorria antes, pela atuação da CEF, se mantém no terceiro momento, sendo agora capitaneada pelo capital privado, em especial empresas de atuação nacional como a MRV (Melazzo et. al. 2021), mas também pela adoção desses instrumentos, os CRIs, por pequenas e médias empresas de construção.

No que tange as transformações, se verifica que ocorrem mudanças estruturais. Primeiro, nos agentes envolvidos. Se no segundo momento existia a centralidade do processo em um banco, a CEF, no terceiro momento a centralidade do processo passa para construtoras e incorporadoras, porém, sem que haja a predominância de uma única empresa. Segundo, nessa nova configuração, existe uma mudança na temporalidade dos ativos emitidos, visto que os CRIs emitidos tendo como cedentes bancos, possui um tempo de circulação maior no mercado em relação àqueles sob a responsabilidade de agentes da produção, como será possível verificar no capítulo três ao analisarmos os dados de emissões. Terceiro, no momento anterior, a centralidade da CEF, tinha no seu cerne a sua estreita relação com o FGTS na compra desses ativos, o que deixa de ocorrer nesse novo momento da securitização.

A Figura 1 a seguir apresenta uma síntese destes três momentos sob a perspectiva institucional e dos agentes:

Figura 1: Momentos da securitização no Brasil



Fonte: elaboração do autor

O ano de 2022 representa um potencial ponto de inflexão da securitização no Brasil, assim como a possibilidade de construção de um novo momento da securitização, dado o potencial das novas regulamentações e dos novos instrumentos criados junto a este novo marco legal da securitização aprovado. Este momento deve ser analisado com cautela a partir dos novos instrumentos criados e de como eles se comportarão, visto que muitas das novidades ainda estão em implementação e porque o recorte temporal adotado e os dados analisados nessa dissertação se encerram antes da implementação do marco legal.

É possível verificar que através desse novo marco legal, porém, que mesmo transcorridos mais de 20 anos do início da criação do mercado de securitização e de seus instrumentos, os mesmos seguem em constantes adequações e aperfeiçoamentos. O que indica a necessidade de revisitar constantemente a legislação e o arcabouço jurídico institucional nos seus estudos.

1.3. O uso da securitização imobiliária pelos agentes de produção do espaço urbano

Tanto por meio da bibliografia, quanto por meio da análise dos dados, que serão apresentados no terceiro capítulo, verifica-se a importância de se analisar e entender a evolução das leis e regulamentações para compreender o avanço da financeirização. Assim, vale também analisar como estes instrumentos vem sendo recebidos e utilizados pelos agentes de produção do espaço urbano.

Como já destacado, em especial na última década, houve um crescimento dos instrumentos de securitização imobiliária e da consolidação do “amalgama” existente entre o financeiro e o imobiliário (Paiva, 2007; Abreu, 2019; Barcela, 2023).

Neste sentido, visando discutir a importância da análise desse instrumento, trazemos para debate, além dos estudos e pesquisas que dele se utilizam, uma entrevista realizada durante a pesquisa, com um promotor imobiliário de Presidente Prudente que tem utilizado, da securitização imobiliária como instrumento de financiamento de seus empreendimentos.

Dessa forma, procuramos analisar a partir do depoimento de um participante de tal mercado o como esses instrumentos estão sendo utilizados pelos promotores imobiliários para financiar seus empreendimentos.

A entrevista foi realizada com um promotor imobiliário em abril de 2022¹¹. O promotor imobiliário em questão tem uma longa trajetória como sócio e gestor de uma conhecida empresa imobiliária de capital fechado, com atuação basicamente local/regional a partir da cidade de Presidente Prudente/SP, que se destaca pela produção de espaços residenciais fechados (Sposito e Góes, 2013), popularmente conhecidos como condomínios fechados.

A entrevista teve como foco a trajetória do entrevistado no setor imobiliário e na empresa em questão, e o uso dos instrumentos de securitização para viabilização dos empreendimentos e projetos da empresa. Foi discutido como o entrevistado tomou conhecimento da securitização imobiliária e quais as vantagens que ele avalia do modelo, assim como suas perspectivas para esse instrumento a partir das novas regulamentações.

¹¹ A entrevista foi realizada com um dos sócios da empresa Nabileque Incorporadora de Presidente Prudente, no dia 12 de abril de 2022 às 18:00 horas por meio da plataforma Google Meet, quem autorizou a reprodução e divulgação de seu conteúdo.

Segundo palavras do entrevistado, ele conheceu o instrumento (da securitização) ainda na universidade, mas não conhecia sua aplicação no imobiliário até iniciar no ramo:

(...) Mas a securitização imobiliária foi aqui [Presidente Prudente], que eu ouvi dizer, conheci e apliquei, porque o fluxo de caixa de um empreendimento imobiliário é extremamente adverso no seu início, você recebe parcelinhas, porque o prazo [prazo de pagamento do financiamento pelos compradores dos lotes], agora o prazo está um prazo de 120 meses, mas já foi 72 meses que já é longo, mas é muito mais favorável. Mas por exemplo, tenho venda com 300 meses, eu juro que eu não faço mais, mas eu tenho venda com 300 meses, eu precisava vender e não tinha outro jeito, mas a nossa ideia é fazer com 120, 96 meses. Mas mesmo assim é muito, eu tenho que fazer a obra em dois anos, eu tenho que fazer a obra de infraestrutura de um loteamento que é uma obra pesada, de 10 ou 12 milhões em dois anos, e eu não gero caixa dos pagamentos dos meus clientes para suportar esse fluxo de caixa, o caixa é altamente adverso nos seus primeiros dois anos principalmente. Aí vem um desconto desses recebíveis, para me possibilitar o financiamento da obra e da empresa, do capital de giro da empresa como um todo. (...) Mas no tempo que a gente, começou as securitizadora era em um pequeno número, isso está aumentando barbaramente aqui no Brasil, muitas securitizadoras, muitos empreendedores criando securitizadoras e casas de investimento para fazer isso.

É possível auferir a partir da fala do entrevistado que a securitização vem sendo utilizada pelos promotores imobiliários como instrumentos de viabilização de seus empreendimentos, em especial, para antecipar o fluxo de caixa nos “adversos” momentos do início do empreendimento, haja vista a necessidade de realização de obras de alto custo, como infraestrutura, em suas etapas iniciais.

Acerca da primeira operação de securitização realizada pelo entrevistado, o mesmo comentou que:

Na primeira vez como tínhamos vendido 100% eu falei para o majoritário aqui, meu sócio “eu vou pegar esses contratos embaixo do braço, pegar assessoria de alguns amigos meus e fazer o financiamento da obra. Aí eu peguei esses contratos embaixo do braço, liguei pra um amigo meu lá em São Paulo e ele disse ‘Vai nesse cara aqui’ que era a Brazilian Securities, que é um grupo do Ourinvest, e hoje não existe mais, ele foi comprado, foi recriado mas não com esse nome, ele foi comprado pelo BTG Pactual, ele juntou com aquele que era do Silvio Santos, o PanAmerica e depois o Pactual foi lá e comprou os dois. Mas ele era uma das únicas casas de investimento que tinha como vocação

exclusiva o mercado imobiliário, era lá na Paulista, peguei os contratos embaixo do braço e fui falar com o vendedor que me foi indicado por um amigo meu. Cheguei lá, mostrei e brilhou o olho do caro, porque o nosso contrato era muito bem-feito, nós não inventamos a roda, nós pegamos os contratos que estavam no mercado. Ai, olhamos, pegamos um advogado e falamos ‘formata esse negócio ai pra gente vender’ então ele ficou muito bom, a gente não pegou um advogado pra fazer um contrato novo, pegamos um advogado pra fazer o que tem que ser feito, então ficou muito bom. Ai o cara gostou e fez o que nós chamamos de plano empresário, que é um plano pra financiar a obra, por isso empresário, ai a Brazilian Securities pegou e conseguimos financiar a obra em cima de uma futura securitização para pagar a obra, depois nós fizemos uma securitização, não com eles (a Brazilian Securities) mas com a Cibrasec, que hoje é Isec, ela foi vendida, a Cibrasec, era, não sei se continua assim, mas era uma securitizadora que era um pool de bancos, era o Itau, Bradesco, a Caixa Econômica.

A partir da fala do entrevistado, é possível verificar as dificuldades e a necessidade de conhecimento e de acesso aos centros financeiros do país, notadamente a cidade de São Paulo, e ao meio técnico-científico-informacional (Santos, 2006), para realização das operações de securitização. Acerca disso, verifica-se possíveis dificuldades de agentes imobiliários que atuem em estados e regiões distantes desses centros financeiros de realizar operações de securitização, tanto pela dificuldade do acesso da informação quanto pelo tempo empregado e o encarecimento dos custos de viagem e deslocamento a esses centros.

Nesse sentido, o entrevistado destaca a evolução da securitização e como ela passou a ser usada com uma frequência cada vez maior pelos promotores imobiliários. Segundo palavras do próprio:

Virou produto de prateleira né! No nosso tempo, é que nem IPO, IPO eu participei de um lá atrás da [inaudível] que para fazer 300 milhões de dólares tinham três corretoras americanas, a Goldman Sacks, a Morgan Stanley e uma que até já fechou, eu esqueci agora, mas eram três, hoje em dia 300 milhões de dólares um braço da Goldman Sacks faz. Era o início. Agora o IPO virou produto de prateleira, você já sabe quais são as etapas, em seis meses você faz um IPO. Hoje a securitização é a mesma coisa, em um mês um mês e meio você coloca o dinheiro para dentro. Quer dizer, você não coloca o dinheiro para dentro, mas você tem a liberação, se a obra estiver pronta você até consegue, mas no geral você faz a securitização para financiar a obra, o dinheiro fica preso num fundo de obra e vai sendo liberado na medida em que você vai completando etapas da obra.

Guardadas as devidas proporções, a partir da fala do entrevistado pode-se interpretar que se tornou mais fácil e comum, aos promotores imobiliários, realizar o processo de securitização imobiliária de um empreendimento, tendo a mesma se tornado um “produto de prateleira” cada vez mais conhecido e usado como forma de financiamento dos empreendimentos. Entretanto, verifica-se que apesar do aumento da facilidade de realização de operações de securitização, a localização das empresas securitizadoras se mantem concentradas em São Paulo, o que mantém as dificuldades enfrentadas pelos agentes imobiliários que tem uma área de atuação afastada desses grandes centros financeiros

Também, evidencia-se como ocorre a liberação dos recursos para o desenvolvimento da obra, na medida em que as etapas da obra vão sendo concluídas.

Ao ser perguntado sobre como se dá uma operação de securitização, para o agente imobiliário, o entrevistado comenta que:

Existem maneiras de fazer isso, ela pode simplesmente gerenciar a liberação, e o recebimento tudo é a gente que faz ou ela pode inclusive administrar a carteira que é o que eles tão preferindo fazer hoje, que é para reduzir riscos. Aí eles contratam um servicer, que aquele cara que faz a boletagem, a cobrança, análise da carteira, analisa o grau de inadimplência e apresenta os resultados mensais disso tudo, apresenta pra nós. Tudo a custo nosso viu, tudo a custo do empreendedor. É pesado o negócio, não tem nada que fique a custo do investidor, ou custo da securitizadora, ao contrário, eles cobram todo mês um “xizinho”. Hoje em dia é mais comum a estrutura de eles boletarem e eles ficarem responsáveis pelo repasse depois de pago a parcela da securitizadora ou do investidor (do CRI), depois que pago o CRI, o que sobrar, o que sobrar disso vem para o empreendedor.

Quando perguntado acerca das restrições espaciais da securitização, ou seja, se a securitização ainda se encontra restrita às metrópoles e aos grandes centros como se deu no início do processo, o entrevistado comentou que:

Não, já evoluiu já. Goiânia tem um mercado imenso, qualquer lugar do Brasil, a gente estava vendo um negócio em Boa Vista, eu falei ‘vocês tão malucos, Boa Vista é longe, o que vocês vão fazer em Boa vista?!’. Mas o meu sócio aqui, o majoritário, ele é extremamente dinâmico ele é aviador, então ele não vê problema em lugar longe. Boa Vista demorou cinco horas para chegar, cinco horas de voo. E até lá já existem esquemas de financiamento parecidos.

A partir das falas do entrevistado, pode-se deduzir que a securitização é vista atualmente como um instrumento viável ao financiamento dos empreendimentos pelos promotores imobiliários. A securitização tem se popularizado e a emissão da securitização de um empreendimento tem sido facilitada devido à expansão do mercado e do número de empresas destinadas a esse fim, a ponto de ser considerada pelo entrevistado como um “produto de prateleira”. A securitização já não se encontra mais restrita aos grandes empreendimentos e as regiões metropolitanas, sendo a disseminação espacial dos CRIs e seu uso para financiar os empreendimentos cada vez maior.

Destaca-se ainda, que com a emergência do novo marco legal da securitização aprovado no ano de 2022 (lei 14.430/22), foi criada a expectativa do mercado de que tais processos sejam facilitados e que a securitização seja incentivada. Quando questionado ao entrevistado sobre as novas regulamentações da securitização imobiliária, ele comentou que:

Nós não sentimos ainda, eu sou um entusiasta da equipe econômica atual, mas não, e eles vem com novos alentos de desregulamentação e mais mercado que eu acho muito bem-vindo, inclusive agora criaram uma lei que parece que torna mais fácil, se eu posso chamar assim, esses processos de demandamento de recursos mais longos, essas securitizações em geral que aquela desde o início que eu falei, a junção num pacote de recebíveis e a emissão de títulos para colocar no mercado. Eu acho que isso tem sido cada vez mais incentivado, porque isso possibilita e facilita o desenvolvimento do mercado como um todo, mas eu ainda não vi isso, eu ainda não vi nenhuma facilitação da securitização, continua sendo como era na primeira que eu fiz.

A partir da fala do entrevistado, é possível deduzir que a recepção dos promotores imobiliários, que vem se utilizando da securitização, ao novo marco legal da securitização (Lei 14.430/22) é positiva, mesmo a lei ainda não tendo apresentado mudanças significativas no mercado.

O que se pode deduzir a partir da fala do entrevistado é que as medidas propostas ainda não estavam, no momento da realização da entrevista, claras aos agentes, o que também se verifica pelas diversas *lives* realizadas pela Ambima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), que visavam debater junto a

representantes da CVM e apresentar aos investidores os impactos da nova legislação no mercado de securitização¹²

Diante desse cenário, reitera-se a importância de entender tal mercado, o da securitização para compreender a produção da cidade e do espaço urbano, visto que o mesmo tem se tornado instrumento cada vez mais comum ao financiamento dos empreendimentos e que diante do novo marco legal da securitização, a tendência é que esse mercado seja alavancado, além de entender em que momento e porque tais processos passam a ser importante para os agentes da produção do espaço urbano.

Ao ser perguntado sobre as possibilidades de a securitização substituir o SFH, em questão de importância e volume de financiamento, em um futuro próximo, o entrevistado comenta que:

Eu acho que eles se complementam, o SFH é um esquema já estabelecido, já consagrado, a caderneta de poupança, o SBPE, o próprio incentivo do FGTS, tudo isso junto é difícil imaginar que isso vai ser substituído por um processo de securitização. Eu acho até que os dois podem se complementar e agir concomitantemente, mas eu não vejo uma substituição do SFH com todo o seu histórico de sucesso, que não tem muita dúvida, por um processo de securitização pura e simples privada, acho que é difícil.

A partir da fala do entrevistado, é possível deduzir a dificuldade de se imaginar o arcabouço de financiamento habitacional e imobiliário nacional, mesmo com o advento do Novo Marco Legal da Securitização, sem a figura do SFH.

Dessa forma, a paulatina introdução de tais instrumentos e dinâmicas próprias do mercado financeiro na produção do espaço urbano, através da análise desses instrumentos, em especial dos CRIs, visando não apenas entender as relações entre esses dois mercados, mas também a dimensão espacial da securitização e os reflexos desses instrumentos nas lógicas de produção do espaço urbano e na atuação dos promotores imobiliários¹³.

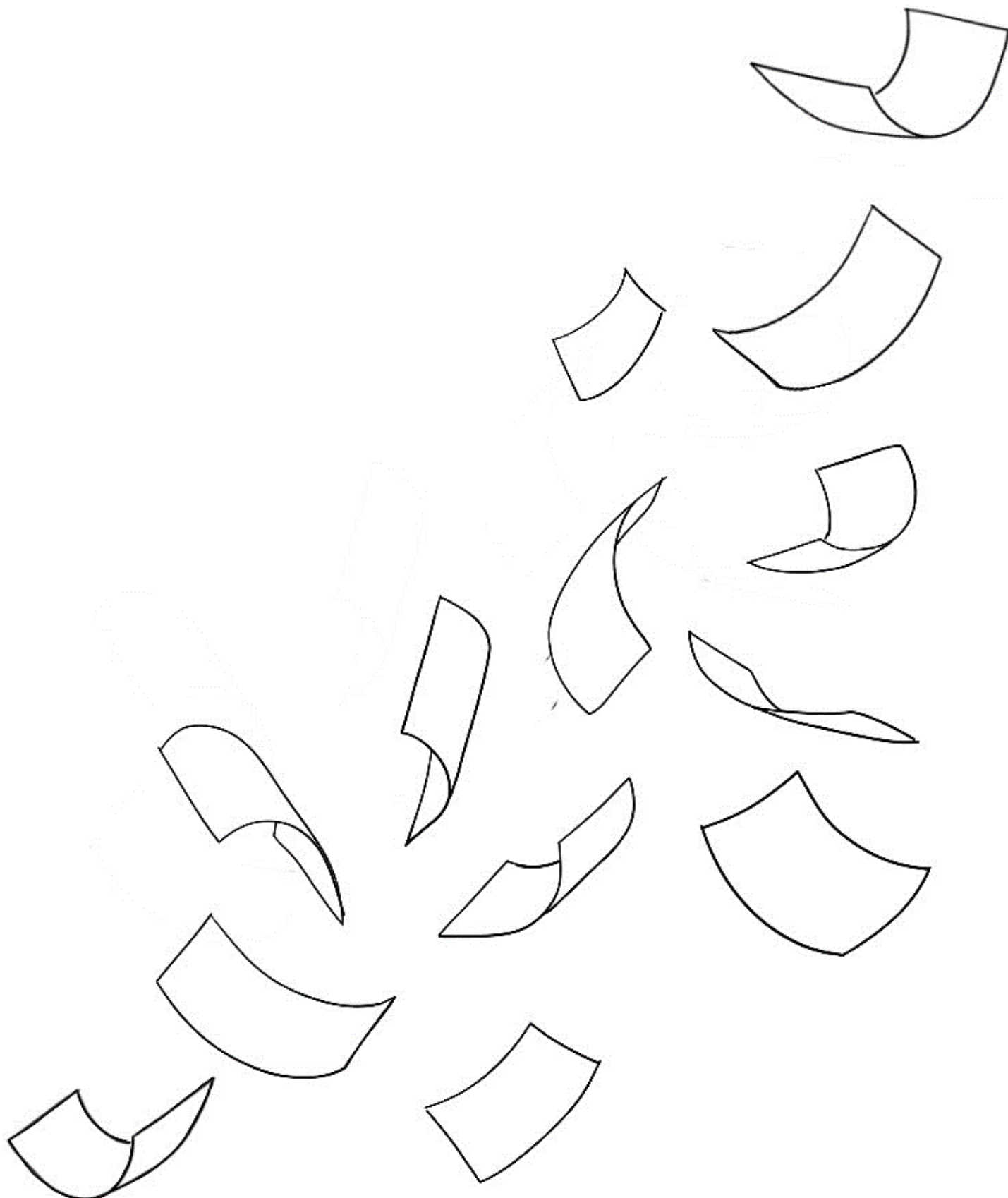
¹² **AMBIMA - “O marco regulatório das securitizadoras”**. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=i6XTv8Id574&t=3376s>

AMBIMA - “Live: Os impactos do novo marco legal de securitização”. disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=8QWqMjeuoUI>

¹³ Ao longo da realização da pesquisa foram realizadas tentativas de contato com representantes das principais empresas de securitização imobiliária do país. Entretanto, apesar das tentativas não obtivemos respostas, sendo impossível realizar entrevistas com representantes das securitizadoras.

Analizada a dimensão teórica, histórica e regulatória dos processos de financeirização e securitização, o capítulo seguinte se dedicará a análise da dimensão técnica deste processo, ou seja, da estrutura das emissões de CRIs e dos procedimentos metodológicos de coleta e mapeamento dos dados coletados.

Capítulo 2 – Procedimentos metodológicos: A securitização como instrumento de análise da cidade



Introdução

Alguns dos pontos que são tradicionalmente apontados como negligenciados pela bibliografia que estuda a financeirização e a securitização imobiliária são as dimensões geográficas e espaciais daqueles processos (Aalbers, 2019A; Mendez, 2018). A possibilidade de alcance dessas dimensões depende, não apenas, mas também do cuidado na prospecção e tratamento dos dados a serem utilizados nas análises.

Dessa forma, o interesse pelos dados e seu tratamento, bem como com os procedimentos metodológicos envolvidos foi uma etapa central no curso da pesquisa, e o alcance dessas dimensões só foi possível graças à coleta e análise minuciosa das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), ao qual foi dedicada uma grande parte do tempo da investigação.

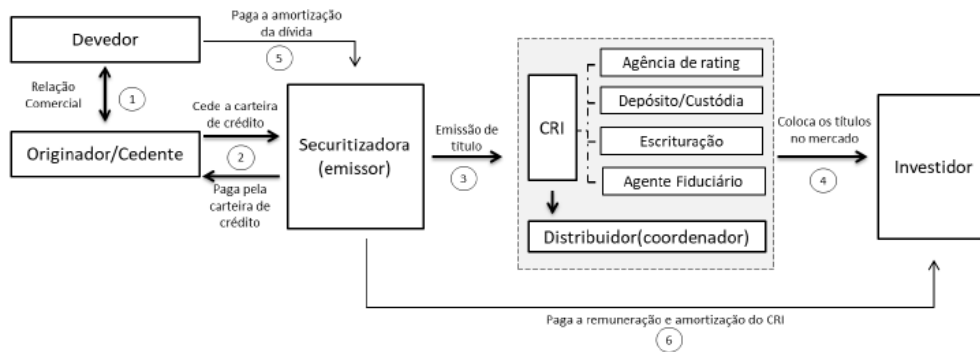
Assim, este capítulo se dedica a apresentar esses procedimentos e discutir a possibilidade de uso da análise da securitização imobiliária como um procedimento metodológico com vistas à compreensão da produção e consumo do espaço urbano, em um contexto de cidades cada vez mais financeirizadas, tal como argumentado, por exemplo em Barcella (2023) ao se referir às cidades como plataformas de rentabilidade do capital financeiro.

A adoção da prática da securitização pelo mercado imobiliário se deve à busca dos agentes em acelerar a circulação do capital empregado em seus investimentos, pela antecipação dos rendimentos futuros esperados para o empreendimento, de forma a antecipar assim lucros e rendimentos, seja ou não com vistas a viabilizar a produção de um dado empreendimento. Tal velocidade almejada se opõe aos longos períodos de pagamentos das hipotecas e financiamentos imobiliários tradicionais, que imobiliza o capital investido nos termos debatidos por Harvey (2015 [1982]). Ou seja, passa a conferir liquidez.

Promotores imobiliários que tem se utilizado da securitização em seus projetos, destacam, tal como apresentado na entrevista contida no capítulo anterior, que o uso dessa prática e instrumento viabiliza a produção, em especial nas etapas iniciais, em que um grande volume de capital é destinado à produção das infraestruturas dos empreendimentos.

A Figura 2 apresenta a estrutura de emissão de um CRI em suas várias etapas:

Figura 2: Estrutura de emissão de um CRI



Fonte: Abreu (2019)

Como é possível apreender da Figura 1, o processo de emissão de um CRI é longo e complexo. O processo de estruturação e emissão de CRIs já foi, várias vezes, descrito em trabalhos acadêmicos tal como em Pires (2015) Abreu (2019) e Ferreira (2021), apenas para citar alguns. Entretanto, a leitura e análise desses trabalhos demonstra ser ainda necessário se debruçar mais detidamente sobre a descrição dos procedimentos metodológicos e das coletas desses dados. Além disso, a bibliografia apresenta um lapso no que tange à sistematização e exposição dos procedimentos envolvidos na identificação, coleta e análise dos dados de emissão de certificados de recebíveis imobiliários.

A discussão da securitização envolve uma série de debates e termos técnicos que não são usuais, mesmo em alguns dos estudos especializados. Dessa forma, é necessário não apenas o conhecimento básico de uma estrutura de emissão como também clareza técnica dos agentes envolvidos e dos dados disponíveis para a análise em especial da leitura dos termos de securitização. Sua leitura permite a familiarização com os termos técnicos e jurídicos assim como a diversidade dos agentes envolvidos no processo de securitização.

Vale destacar que apesar de o processo de securitização estar presente nas principais economias do mundo, o mesmo adota nomes e características específicas em cada país, o que inclui uma diversidade de agentes assim como ativos e lógicas distintas. Tal diversidade é apontada por Nascimento e Salinas (2019), ao compararem os processos de securitização e financeirização do imobiliário no Brasil e no México, por exemplo.

Desse modo, reitera-se a importância de analisar e compreender as trajetórias e regulamentações que regem os mercados analisados em cada país, entendendo que apesar de se tratar de processos gerais, a financeirização e suas várias frentes, como a

securitização, devem ser analisadas em suas particularidades, que dão a forma como esses processos se expressam ao redor do mundo.

Como já explicitado anteriormente, os procedimentos metodológicos que envolvem a identificação, coleta, sistematização e o tratamento dos dados até que seja possível trabalhá-los é um longo e extenso processo. Dessa forma, esta seção tem como objetivo apresentar e discutir de forma detalhada todos os procedimentos metodológicos da coleta ao tratamento dos dados, bem como suas limitações.

Vale citar que todos os procedimentos, aqui utilizados e apresentados, foram desenvolvidos, utilizados e testados em recentes trabalhos, dentre eles Abreu (2019), Abreu e Melazzo (2019); Ferreira (2021), Ferreira e Silva (2022), Abreu, Melazzo e Ferreira (2020) Melazzo et al (2021), Barcella (2023).

Importante destacar que apesar de, recentemente, várias pesquisas no campo dos estudos urbanos, em especial nos estudos das dinâmicas imobiliárias, terem sido desenvolvidas utilizando de novas metodologias, como a raspagem de dados (*data scraping*), todos os procedimentos realizados nesta pesquisa foram realizados de forma manual.

Dentre os estudos que tem utilizado do *data scraping* para coleta de dados imobiliários, podemos citar os trabalhos de Souza e Fernando (2019) e Roberto e Koscianski (2021). Estes trabalhos têm destacado as possibilidades e os problemas enfrentados neste tipo de coleta de dados. Entretanto, o que se verifica é que esta metodologia aplicada não se mostra efetiva ao estudo de CRIs, especialmente, quando se trata da análise da dimensão espacial da securitização imobiliária.

Isto deve tanto pela perda de dados que pode ocorrer nesses procedimentos, visto que os dados são muito dispersos e aparecem de formas distintas nos vários sítios eletrônicos em que foram consultados, quanto pelos erros e ausência de dados que são recorrentes na coleta dos dados de CRIs e que tiveram que ser constantemente contornados e verificados nos sítios eletrônicos dos outros agentes envolvidos na emissão de cada um de seus termos.

A análise realizada por Torres, Tonucci Filho e Almeida (2021), evidencia alguns dos problemas derivados do uso de técnicas de coleta de dados automatizadas para a análise dos CRIs: além da perda significativa de dados derivada do uso desses procedimentos, os mesmos não fornecem uma alta precisão para o conjunto dos dados e nem mesmo a informação espacial necessária ao desenvolvimento de uma análise geográfica do processo, vista a forma como se estrutura a apresentação dos dados nos

sítios eletrônicos e nos documentos de emissão, forma esta que será apresentada e analisada no decorrer deste capítulo.

Assim, considerando-se a atual estruturação e apresentação dos dados de emissão de CRIs, a realização da coleta dos dados manualmente foi a forma encontrada para garantir a menor perda e a maior qualidade dos bancos de dados, bem como o alcance da dimensão espacial, dimensão esta que é o objetivo da pesquisa.

Também, além dos dados não ficarem explicitados nos sítios eletrônicos, eles se encontram em documentos, estes sim, disponibilizados nos sítios eletrônicos, e que devem ser lidos em sua totalidade para buscar as informações utilizadas na pesquisa. Muitas vezes, os documentos disponibilizados são de baixa qualidade, de modo a impedir qualquer tipo cópia dos dados de forma automatizada, sendo necessário a digitação manual dos dados coletados.

Dessa forma, até o momento, as técnicas de raspagem se mostram pouco aplicáveis às análises de CRIs, principalmente no que tange a análises mais detalhadas, assim como os estudos da dimensão espacial da securitização imobiliária. As Figuras 3 e 4, a seguir, apresentam o exemplo de um termo de securitização de baixa qualidade de resolução que foi utilizado na pesquisa, do qual era impossível efetuar a cópia automática dos dados, tendo sido necessária a digitação manual das informações contidas no documento.

**Figura 3: Exemplo de um termo de securitização de baixa qualidade de resolução—
Brazilian Securities 2011**

TERMO DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS

Pelo presente Termo de Securitização de Créditos Imobiliários, na qualidade de emissora:

BRAZILIAN SECURITIES COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO, sociedade anônima, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 03.767.538/0001-14, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Av. Paulista, 1374 - 15º andar, Bela Vista, Edifício Brazilian Financial Center, São Paulo, SP neste ato representada na forma de seu Estatuto Social (adiante designada simplesmente como “Securitizadora” ou “Emissora”); e

OLIVEIRA TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A., sociedade anônima, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 36.113.876/0001-91, com sede na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, na Avenida das Américas, nº 500, Bloco 13, Grupo 205, Barra da Tijuca, CEP 22631-000, neste ato representada na forma de seu Estatuto Social (adiante designada simplesmente como “Agente Fiduciário”);

(adiante designados em conjunto a Emissora e o Agente Fiduciário como “Partes” e, isoladamente, como “Parte”);

Firmam o presente Termo de Securitização de Créditos Imobiliários (“Termo de Securitização” ou “Termo”), para vincular os Créditos Imobiliários aos Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI da 1ª emissão, 2.011-203ª e 2.011-204ª séries, da Emissora, de acordo com o artigo 8º da Lei nº 9.514/97, a Instrução CVM 414, a Instrução CVM 400 e as cláusulas abaixo redigidas, bem como com a Ata de Reunião do Conselho de Administração da Emissora realizada em 19 de fevereiro de 2010, devidamente arquivada na Junta Comercial do Estado de São Paulo (“JUCESP”) sob o nº 98399/10-0, em sessão de 19/03/2010.

CLÁUSULA PRIMEIRA - DEFINIÇÕES

1.1. Os termos abaixo listados, no singular ou no plural, terão os significados que lhes são aqui atribuídos quando grafados com maiúscula no corpo deste Termo:

“Agência de Rating”: Fitch Ratings Brasil Ltda, inscrita no CNPJ/MF sob nº 01.813.375/0001-33, ou quem a suceder;



Fonte: Brazilian Securities, 2011

**Figura 4: Exemplo de um termo de securitização de baixa qualidade de resolução–
Brazilian Securities 2011**

#	Devedor	Série CCI	Nº CCI	Endereço	Complemento	Cidade/Estado	Oficial de Imóveis	Nº matrícula Imóvel	Valor da Emissão
159	ALEXANDRE DE FREITAS PAIVA	CEF1	1539	CONSTANTE SODRE	476	VITORIA / ES	2º ORI de Vitória / ES	59.177	53.557,94
160	ALEXANDRE DI BERNADI GANZO FERNANDES	CEF1	2275	VICTOR KONDER	302	FLORIANOPOLIS / SC	1º ORI de Florianópolis / SC	69.545	175.615,44
161	ALEXANDRE FERREIRA DA COSTA	CEF1	591	ASTOLPHINA DUARTE DO PAT	58	SAO PAULO / SP	11º ORI de São Paulo / SP	348.626	29.058,20
162	ALEXANDRE GOMES DUARTE	CEF1	483	CONDE DE BONFIM	219	RIO DE JANEIRO / RJ	11º ORI de Rio de Janeiro / RJ	87.705	29.379,28
163	ALEXANDRE GUIMARAES DE FREITAS	CEF1	2781	MOJIERE	390	SAO PAULO / SP	11º ORI de São Paulo / SP	322.758	26.561,34
164	ALEXANDRE HENRIQUE DE ALMEIDA NEVES	CEF1	433	TENENTE CORONEL CARDOSO	690	CAMPOS DOS GOYT / RJ	7º ORI de Campos dos Goytacazes / RJ	13.869	65.338,12
165	ALEXANDRE JOSE CORDEIRO DA SILVA	CEF1	661	ALCINDO GUANABARA	36	SAO PAULO / SP	16º ORI de São Paulo / SP	34.462	70.677,30
166	ALEXANDRE JOSE FARACO	CEF1	1114	FRANCISCO PERUCHI	260	CRICIUMA / SC	1º ORI de Criciúma / SC	23.101	117.256,78
167	ALEXANDRE JOSE JAEN	CEF1	4271	JOAO MOURA	1362	SAO PAULO / SP	13º ORI de São Paulo / SP	70.297	93.381,26
168	ALEXANDRE LUIZ SLOMP	CEF1	4087	RAUL PILLA	125	CAXIAS DO SUL / RS	1º ORI de Caxias do Sul / RS	104.785	54.159,09
169	ALEXANDRE MAGNO CHAVES	CEF1	3033	ITAJUBA	1945	BELO HORIZONTE / MG	4º ORI de Belo Horizonte / MG	47.654	36.486,76
170	ALEXANDRE MARCHESE	CEF1	1281	RS 130	0	LAJEADO / RS	1º ORI de Lajeado / RS	56.159	97.680,91
171	ALEXANDRE MENDONCA CAMPOS	CEF1	1990	ANTONIO CORDEIRO	201	RIO DE JANEIRO / RJ	9º ORI de Rio de Janeiro / RJ	261.047	24.442,67
172	ALEXANDRE NAEGELE DE OLIVEIRA	CEF1	439	PROJETADA DOIS	112	MACAE / RJ	2º ORI de Macaé / RJ	27.923	95.469,60
173	ALEXANDRE NICOLINI	CEF1	4067	SINKE FERREIRA	499	CURITIBA / PR	4º ORI de Curitiba / PR	58.889	22.717,69
174	ALEXANDRE PEREIRA DA ROCHA	CEF1	505	FABIO DA LUZ	310	RIO DE JANEIRO / RJ	1º ORI de Rio de Janeiro / RJ	85.832	68.760,53
175	ALEXANDRE PEREIRA E SILVA	CEF1	3924	DOMINGOS MARIANO	944	BARRA MANSÁ / RJ	4º ORI de Barra Mansa / RJ	16.918	98.732,33
176	ALEXANDRE PEREIRA SILVA	CEF1	2853	NITEROI, Q146, LT05	0	GOIANIA / GO	1º ORI de Goiânia / GO	48.193	20.266,76
177	ALEXANDRE PRESOTO MARANHO	CEF1	2615	FRANCISCO TELLES	84	JUNDIAI / SP	2º ORI de Jundiaí / SP	91.329	30.204,58
178	ALEXANDRE RAPHAEL PAOLI DO CARMO	CEF1	4179	SALIM ELIAS BACACH	1081	MOGI DAS CRUZES / SP	2º ORI de Mogi das Cruzes / SP	51.264	35.050,06
179	ALEXANDRE RIBEIRO	CEF1	4064	VICTOR FALSON	413	CAMPINAS / SP	3º ORI de Campinas / SP	139.730	53.772,81
180	ALEXANDRE RUBIN TREVISAN	CEF1	1199	JOSE GERTUM	204	PORTO ALEGRE / RS	4º ORI de Porto Alegre / RS	129.172	23.831,72
181	ALEXANDRE SOARES DO NASCIMENTO	CEF1	125	MARIETA STEINBACH	51	JOAO PESSOA / PB	2º ORI de João Pessoa / PB	59.197	26.118,33
182	ALEXANDRE SYMARI CARDOSO	CEF1	3564	MARIO AGOSTINELLI	105	RIO DE JANEIRO / RJ	9º ORI de Rio de Janeiro / RJ	230.922	86.233,31
183	ALEXANDRE THOMAZI	CEF1	1018	DR ELIAS CESAR	125	LONDRINA / PR	1º ORI de Londrina / PR	67.648	145.440,58
184	ALEXANDRO ANDRE RADIN	CEF1	1912	GOIAS	90	CURITIBA / PR	5º ORI de Curitiba / PR	15.007	21.884,03
185	ALEXANDRO MIRANDA CARDOSO	CEF1	4014	VEREDAS DE ITAPOA	18	SALVADOR / BA	7º ORI de Salvador / BA	29.615	54.043,52

Fonte: Brazilian Securities, 2011

Todavia, a coleta de dados manual também não apresenta ausência de limitações. Trata-se de um procedimento demorado, que demanda de um conhecimento técnico, não apenas das etapas de emissão de um CRI, mas também da estrutura de um termo de

emissão, seus componentes e vocabulário técnico. Assim, entendemos que apesar da coleta de dados manual ser a mais adequada a esses dados, existe a limitação do tempo despendido em sua coleta e análise, em especial para análise de séries históricas longas como a que propomos nesta pesquisa.

Dessa forma, buscando suprir o lapso existente no debate acerca dos procedimentos de coleta e análise dos dados, propomos a discussão dos mesmos neste capítulo. Buscando facilitar a exposição dos procedimentos metodológico e os cuidados necessários em lidar com os dados, os procedimentos estão divididos em três pontos: identificação e coleta; sistematização dos dados; as possibilidades metodológicas dos usos desses procedimentos para análise da produção do espaço urbano. Ainda, ao final do capítulo discutiremos o processo de mapeamento e espacialização dos dados coletados durante a pesquisa.

2.1. A identificação e coleta dos dados

Como já explicitado, os dados de emissões de CRIs se encontram muito pulverizados pelos sítios eletrônicos das securitizadoras, tornando a análise de cada um desses sítios eletrônicos para identificação das emissões inviável, visto que novas securitizadoras surgem constantemente e algumas trocam de nome em função de fusões ou aquisições. Assim, é necessário que se utilize de um sistema que agregue e sistematize as emissões de CRIs. Dessa forma, utilizamos do sistema da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da lista mensal de emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários.

A Figura 5 apresenta a captura de tela do sistema de busca de ofertas da CVM que permite identificar as emissões realizadas.

Figura 5: Captura de tela do sistema de busca de registro de ofertas públicas da CVM.

← → ↻ <https://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta> ☆ 🔍 Pesquisar

BRASIL Acesso à informação Participe Serviços Legislação Canais

CVM - Comissão de Valores Mobiliários ALTO CONTRASTE

Sistemas de Ofertas Públicas com Esforços Restritos

GOVERNO FEDERAL

CONSULTAR OFERTA PÚBLICA COM ESFORÇOS RESTRITOS

- ☒ Oferta Pública de Esforços Restritos (Instrução CVM nº 476/09)
- ☐ Dispensa de Registro por Lote Único Indivisível (Instrução CVM nº 400/03, art. 5º, inciso II)
- ☐ Dispensa de Registro de empresa de pequeno porte e microempresa
- ☐ Dispensa de Registro de Oferta de Crowdfunding (Instrução CVM nº 588/17)

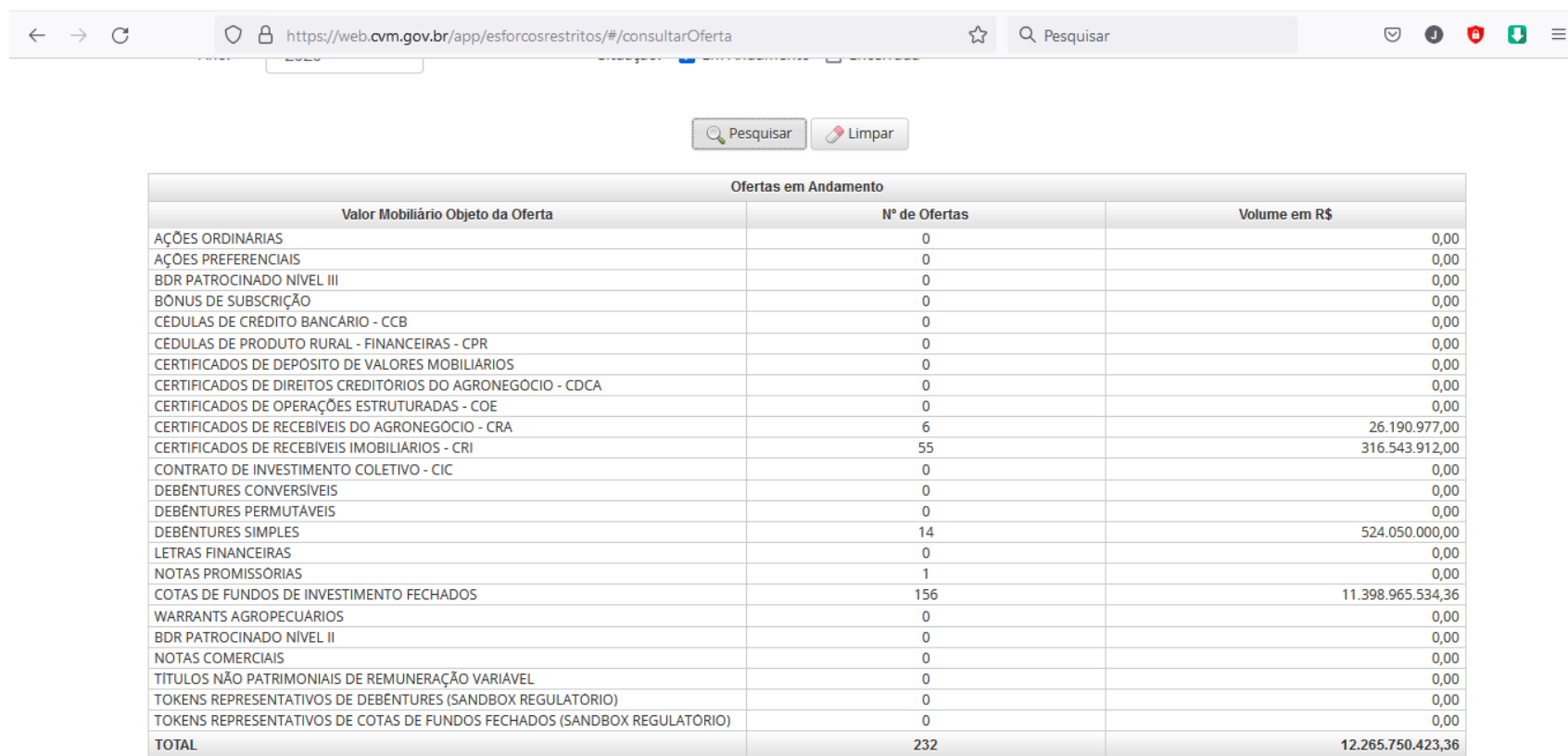
* Ano: * Situação: ☒ Em Andamento ☐ Encerrada

Acesso à Informação CVM - Comissão de Valores Mobiliários

Disponível em: <https://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta> <acesso em: 18/10/2022

A partir do sistema inicial de consulta de ofertas públicas de emissões, é possível buscar a lista de emissões por ano, tanto as emissões em andamento, em atividade, ou seja, que ainda se encontram em circulação, quanto as emissões encerradas, aquelas que já tiveram seus financiamentos originais quitados ou que tiveram a emissão encerrada por algum outro motivo. Essa listagem apresenta não apenas as emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários, mas todas as ofertas por tipos de ativos como as de Cédulas de Crédito Bancário (CCB), Letras Financeiras (LF), Cotas de Fundos de Investimentos Fechados, dentre outros, como exposto pela Figura 6 a seguir.

Figura 6: Captura de tela do sistema de registro de ofertas públicas da CVM



Ofertas em Andamento		
Valor Mobiliário Objeto da Oferta	Nº de Ofertas	Volume em R\$
AÇÕES ORDINARIAS	0	0,00
AÇÕES PREFERENCIAIS	0	0,00
BDR PATROCINADO NIVEL III	0	0,00
BONUS DE SUBSCRIÇÃO	0	0,00
CEDULAS DE CREDITO BANCÁRIO - CCB	0	0,00
CEDULAS DE PRODUTO RURAL - FINANCEIRAS - CPR	0	0,00
CERTIFICADOS DE DEPOSITO DE VALORES MOBILIARIOS	0	0,00
CERTIFICADOS DE DIREITOS CREDITARIOS DO AGRONEGÓCIO - CDCA	0	0,00
CERTIFICADOS DE OPERAÇÕES ESTRUTURADAS - COE	0	0,00
CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO - CRA	6	26.190.977,00
CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIARIOS - CRI	55	316.543.912,00
CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO - CIC	0	0,00
DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS	0	0,00
DEBÊNTURES PERMUTÁVEIS	0	0,00
DEBÊNTURES SIMPLES	14	524.050.000,00
LETRAS FINANCEIRAS	0	0,00
NOTAS PROMISSÓRIAS	1	0,00
COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO FECHADOS	156	11.398.965.534,36
WARRANTS AGROPECUARIOS	0	0,00
BDR PATROCINADO NIVEL II	0	0,00
NOTAS COMERCIAIS	0	0,00
TÍTULOS NÃO PATRIMONIAIS DE REMUNERAÇÃO VARIÁVEL	0	0,00
TOKENS REPRESENTATIVOS DE DEBÊNTURES (SANDBOX REGULATORIO)	0	0,00
TOKENS REPRESENTATIVOS DE COTAS DE FUNDOS FECHADOS (SANDBOX REGULATORIO)	0	0,00
TOTAL	232	12.265.750.423,36

Disponível em: <https://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta> <acesso em: 18/10/2022>.

A partir dessa lista de ofertas de ativos, se seleciona a lista de oferta de CRIs, o que disponibilizará a listagem de oferta de CRIs distinguidos por mês do ano selecionado, tal como exposto pela Figura 7 a seguir.

Figura 7: Captura de tela do sistema de registro de ofertas públicas da CVM

https://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/detalharOferta?ano=MjAyMA%3D%3D&valor=

☆

🔍 Pesquisar

🔒

🔔

🔴

🟢

☰

DETALHAR OFERTA PÚBLICA COM ESFORÇOS RESTRITOS

Tipo de Oferta: Oferta Pública de Esforços Restritos (Instrução CVM nº 476/09)

Valor Mobiliário: CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS - CRI

Ano: 2020

Situação: Em Andamento

Fevereiro

	Nome do Emissor	Número da Emissão	Número de Série	Data de Início	Data de Encerramento	Volume em R\$
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	269	12/02/2020		0,00
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	217	20/02/2020		0,00
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	245	21/02/2020		0,00
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	293	26/02/2020		0,00
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	294	26/02/2020		0,00
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	271	28/02/2020		0,00
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	272	28/02/2020		0,00
						Total de Volume em R\$: 0,00

Março

	Nome do Emissor	Número da Emissão	Número de Série	Data de Início	Data de Encerramento	Volume em R\$
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	268	10/03/2020		0,00
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	273	13/03/2020		5.029.819,20
☐	TRUE SECURITIZADORA S.A.	1	274	13/03/2020		3.791.092,80
						Total de Volume em R\$: 8.820.912,00

Abril

	Nome do Emissor	Número da Emissão	Número de Série	Data de Início	Data de Encerramento	Volume em R\$
--	-----------------	-------------------	-----------------	----------------	----------------------	---------------

Disponível em: <https://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta> <acesso em: 18/10/2022>

A partir da listagem de emissões de CRIs (Figura 7), é possível então realizar a primeira coleta de informações das emissões de CRIs. Tais dados permitem que seja buscado nos sítios eletrônicos das companhias securitizadoras responsáveis por cada emissão, os documentos das emissões e suas informações.

A partir do recorte temporal estabelecido para a pesquisa, de 2011 a 2020, foi realizada a coleta das informações de identificação de cada emissão realizada no período analisado.

O recorte temporal engloba o retorno da CEF ao mercado de securitização, em 2011, logo após um primeiro momento de estruturação do mercado que ocorreu na primeira década dos anos 2000. Ainda, a escolha do ano de 2020 como final para o recorte se justifica pelo tempo necessário a coleta e organização dos dados, dessa forma, a inclusão do ano de 2021, seria inviável, pois os dados teriam de ser coletados no ano seguinte, ou seja, em 2022, inviabilizando o cronograma de pesquisa.

Assim, coletamos o número da série e da emissão, a data de emissão, a data de vencimento, a companhia securitizadora responsável e o valor total securitizado. Esses dados de identificação das emissões dão base para a organização de uma planilha síntese, planilha essa que orienta o prosseguimento da coleta dos dados.

Durante a coleta se identifica também, a estrutura da emissão, se são emissões subordinadas ou não. Uma emissão subordinada ocorre quando existem emissões juniores ou mezanino subordinadas a uma emissão principal, ou sênior. Essa estrutura resulta em emissões que possuem taxas de remuneração e/ou pequenas diferenças nos tempos de circulação diferentes entre as emissões.

Desta forma, as emissões seniores, que tem um preço de venda maior no mercado quando comparadas as emissões juniores, tendem a ter uma remuneração maior, além de serem garantidas pelas emissões subordinadas. Assim, o fluxo de pagamento destas emissões se inicia pela emissão sênior, resultando em um risco menor aos investidores das operações seniores.

Durante a realização desse procedimento é necessário cuidado e verificação das emissões, pois muitas das emissões subordinadas (juniores ou mezaninos) não aparecem listadas nos documentos da CVM, apenas nos sítios eletrônicos das securitizadoras e nos documentos das operações de securitização.

Dessa maneira é necessária a verificação dos documentos de emissão um a um para apurar possíveis emissões que por algum motivo não se encontram listadas na CVM. Além disso, é comum ocorrerem erros de listagem no sítio eletrônico da CVM, como a

identificação de emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) em listas de emissões de CRIs e a diferenciação das mesmas só pode ocorrer através da leitura e análise dos documentos e suas informações individualmente.

A Figura 8 a seguir apresenta um exemplo da planilha síntese elaborada a partir dos dados da listagem da CVM e da primeira coleta de dados realizada nos sítios eletrônicos das companhias securitizadoras.

Figura 8: Captura de tela da planilha síntese

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
	Ano	Emissor - Securitizadora	Nº Emissão	Nº Série	Devedor	Categoria	Concentração	Tipo de contrato	Segmento	Valor Total	
294	2011	GAIA SECURITIZADORA SA	4	28	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Compra e Venda	Apartamentos ou Casas	R\$ 43.001.787,40	
295	2011	GAIA SECURITIZADORA SA	4	29	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Compra e Venda	Apartamentos ou Casas	R\$ 42.065.718,51	
296	2011	GAIA SECURITIZADORA SA	4	30	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Compra e Venda	Apartamentos ou Casas	R\$ 15.011.912,70	
297	2011	CIBRASEC	2	165	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 317.069.680,00	
298	2011	CIBRASEC	2	166	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 688.821.166,80	
299	2011	GAIA SECURITIZADORA SA	4	16	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 300.000.000,00	
300	2011	GAIA SECURITIZADORA SA	4	36	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 45.000.000,00	
301	2011	GAIA SECURITIZADORA SA	4	31	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 1.862.056.928,00	
302	2011	GAIA SECURITIZADORA SA	4	32	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 161.918.049,60	
303	2011	RB CAPITAL SECURITIZADORA SA	1	70	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 13.200.000,00	
304	2011	RB CAPITAL SECURITIZADORA SA	1	66	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 100.000.000,00	
305	2011	RB CAPITAL SECURITIZADORA SA	1	74	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Apartamentos ou Casas	R\$ 30.842.546,55	
306	2011	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	1	205	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 59.378.780,24	
307	2011	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	1	212	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 52.500.000,00	
308	2011	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	1	213	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 22.269.460,78	
309	2011	CIBRASEC	2	161	Pulverizado	Corporativo	Pulverizado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 7.236.935,74	
310	2011	CIBRASEC	2	162	Pulverizado	Corporativo	Pulverizado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 1.081.381,20	
311	2011	CIBRASEC	2	163	Pulverizado	Corporativo	Pulverizado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 22.223.597,22	
312	2011	CIBRASEC	2	164	Pulverizado	Corporativo	Pulverizado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 3.921.811,30	
313	2011	CIBRASEC	2	167	Pulverizado	Corporativo	Pulverizado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 84.556.731,49	
314	2011	CIBRASEC	2	168	Pulverizado	Corporativo	Pulverizado	Compra e Venda	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 14.921.776,32	
315	2011	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	1	250	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 22.040.393,05	
316	2011	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	1	267	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 14.203.711,90	
317	2011	CIBRASEC	2	150	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imobiliário	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 204.906.277,59	
318	2011	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	1	185	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Locação	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 51.362.396,19	
319	2011	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	1	196	Pulverizado	Corporativo	Pulverizado	Locação	Comercial / Lajes Corporat	R\$ 235.528.000,35	

Fonte: Acervo do Autor

O Quadro 1 a seguir apresenta os dados contidos na planilha síntese, as variáveis de cada informação coletada e o local de coleta desses dados.

Quadro 1: Dados Coletados para a planilha síntese, suas variáveis e local de coleta dos dados

Dados Coletados	Variáveis	Local de Coleta
Ano	Ano da Emissão	CVM
Emissora	Companhia securitizadora responsável	CVM
Nº da Emissão	Nº da emissão coletada	CVM
Nº da Série	Nº da série da emissão coletada	CVM
Devedor	Concentrado ou Pulverizado	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação
Categoria	Residencial, Corporativo ou Híbrido	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação
Concentração	Concentrado ou Pulverizado	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação
Tipo de Contrato	Compra e Venda, Financiamento Imobiliário, Locação etc.	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação
Segmento	Apartamentos ou Casas, Comercial/ Lajes corporativas, Loteamento, Hospital etc.	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação
Valor Total	Valor total securitizado	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação

Elaboração: do Autor

Tal como já explicitado, a apresentação dos dados de emissões de CRIs se apresenta de formas muito variadas nos sítios eletrônicos das companhias securitizadoras. Assim, nem sempre os dados se encontram na página da emissão, mas somente nos documentos da operação, sendo necessária a leitura integral dos mesmos para coletar os dados básicos.

Após a identificação e elaboração dessa planilha síntese, pode-se dar início à coleta dos dados propriamente ditos. O prosseguimento da elaboração da base de dados se dá a partir da coleta de cada um dos termos de emissão de Certificado de Recebível Imobiliário (CRI) de cada operação, disponível no sítio eletrônico de suas respectivas securitizadoras (Figuras 9, 10 e 11).

Figura 09: Captura de tela com exemplo do sítio eletrônico de uma securitizadora e a área de download de uma emissão de securitização

← → ↻ <https://emissoes.virgo.inc/VRG0583> ☆ 🔍 Pesquisar 📧 🌐 📱 📺 📺

virgo SOBRE A VIRGO SECURITIZAÇÃO ACESSO A CAPITAL VENTURES QUERO SER VIRGO FALE CONOSCO | 👤

Emissões > CORP JBS IV

❤️

📅



CRA CORP JBS IV

Emissão	Séries
122	2, 3, 1

Códigos IFs
CRA022008N6 | CRA022008N7 | CRA022008N5

Agente Fiduciário

Emissora
Virgo Companhia de Securitização

Data de Emissão	Data de Vencimento
15/09/2022	15/09/2037

Em Andamento

▼ Outras características Ver informações detalhadas

Informações Gerais da Emissão 📍

Documentos

07/10/2022

📄 Anúncio de Encerramento

Anúncio de Encerramento

📄 Download

04/10/2022

📄 Prospecto Definitivo

Prospecto Definitivo

📄 Download

04/10/2022

📄 Anúncio de Início

Anúncio de Início

📄 Download

A lsec agora é Virgo. Saber mais...

📄

Disponível em: <https://emissoes.virgo.inc/VRG0583> <Acesso em: 09/11/2022>

Figura 10: Captura de tela com exemplo do sítio eletrônico de uma securitizadora e as informações básicas da emissão disponíveis na página da securitizadora

The screenshot shows the Virgo website interface. The top navigation bar includes links for 'SOBRE A VIRGO', 'SECURITIZAÇÃO', 'ACESSO A CAPITAL', 'VENTURES', 'QUERO SER VIRGO', and 'FALE CONOSCO'. The main content area is divided into two columns. The left column, under the heading 'Outras características', displays 'Informações Gerais da Emissão' for 'Série 2'. The right column, under the heading 'Relatório', lists documents for download, including 'Relatório de Rating', 'Prospecto Preliminar', and 'Termo de Securitização'.

Informações Gerais da Emissão			
Volume Total de Emissão R\$ 1.563.976.000,00	Quantidade de Papéis 1.563.976	Risco Corporativo	Lastro
Agente Fiduciário	Devedora		
Coordenador Líder	Escriturador		

Série 2			
Código IF CRA022008N6	Código ISIN BRIMWLCRA531	Tipo	ICVM 400
Data de Integralização 05/10/2022	Data de Vencimento 15/09/2032	Taxa Juros Pré/Spread (%) 6,3919 % a.a	Indexador IPCA
Volume Total de Emissão R\$ 539.264.000,00	Quantidade de Papéis de Emissão 539.264	Valor Unitário de Emissão R\$ 1.000,00	

Série 3			
Código IF CRA022008N7	Código ISIN BRIMWLCRA549	Tipo	ICVM 400

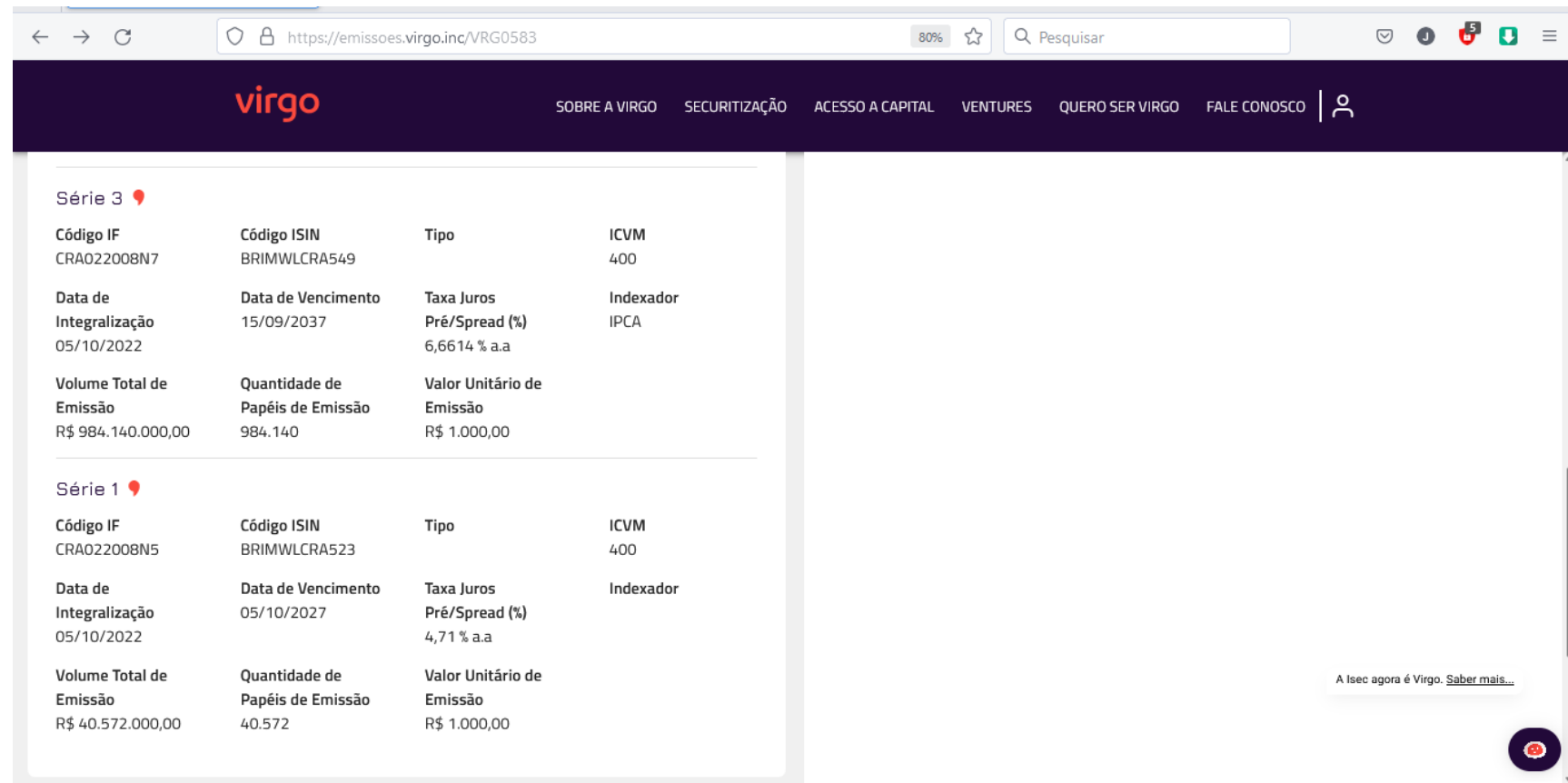
Relatório

- Relatório de Rating
[Download](#)
- 19/09/2022
- Prospecto Preliminar
[Download](#)
- 16/09/2022
- Termo de Securitização

A Isec agora é Virgo. [Saber mais...](#)

Disponível em: <https://emissoes.virgo.inc/VRG0583> <Acesso em: 09/11/2022>

Figura 11: Captura de tela com exemplo do sítio eletrônico de uma securitizadora e as informações básicas da emissão disponíveis na página da securitizadora



The screenshot shows the Virgo website interface. The header includes the Virgo logo and navigation links: SOBRE A VIRGO, SECURITIZAÇÃO, ACESSO A CAPITAL, VENTURES, QUERO SER VIRGO, and FALE CONOSCO. The main content area displays two bond series, Série 3 and Série 1, each with a table of key information.

Série 3			
Código IF CRA022008N7	Código ISIN BRIMWLCRA549	Tipo	ICVM 400
Data de Integralização 05/10/2022	Data de Vencimento 15/09/2037	Taxa Juros Pré/Spread (%) 6,6614 % a.a	Indexador IPCA
Volume Total de Emissão R\$ 984.140.000,00	Quantidade de Papéis de Emissão 984.140	Valor Unitário de Emissão R\$ 1.000,00	

Série 1			
Código IF CRA022008N5	Código ISIN BRIMWLCRA523	Tipo	ICVM 400
Data de Integralização 05/10/2022	Data de Vencimento 05/10/2027	Taxa Juros Pré/Spread (%) 4,71 % a.a	Indexador
Volume Total de Emissão R\$ 40.572.000,00	Quantidade de Papéis de Emissão 40.572	Valor Unitário de Emissão R\$ 1.000,00	

A Isec agora é Virgo. [Saber mais...](#)

Disponível em: <https://emissoes.virgo.inc/VRG0583> <Acesso em: 09/11/2022>

A Figura 09 expõe um exemplo de como se apresentam os dados das emissões de CRIs nos sítios eletrônicos das empresas de securitização, assim como um exemplo, nas Figura 10 e 11 de como algumas das informações básicas da emissão se apresentam no sítio eletrônico da securitizadora. Como evidenciado pelas figuras, os dados apresentados são apenas as características básicas da emissão.

O termo de securitização, como é chamado o documento que estrutura uma emissão de CRIs, é composto por várias partes com a descrição dos agentes envolvidos dentre eles o cedente ou originador, securitizadora, agência de rating (quando há), escriturário, agente fiduciário, coordenador, apenas para citar alguns dos agentes envolvidos.

Neste documento, também estão descritas todas as informações referentes a emissão, taxa de juros, taxa de remuneração, indexador, número de CRIs emitidos, tipo de CRI (júnior, mezanino, sênior), valor de cada CRI, tipo de contrato que originou o termo de securitização (compra e venda, financiamento ou locação, apenas para citar os três tipos mais comuns de contrato), valor total da emissão e, em caso de uma emissão destinada ao financiamento de um empreendimento, a destinação dos recursos captados pela emissão, ou seja, quais obras serão realizadas no empreendimento a partir do valor coletado pela securitização e, também, as cidades e endereços em que os empreendimentos e/ou imóveis estão localizados.

É comum haver erros, arquivos corrompidos, a remoção de termos de securitização que expiraram, que foram cancelados por terem seus financiamentos originais quitados, pela não venda dos CRIs ou problemas na emissão. Além disso, pode ocorrer a inexistência dos termos de securitização nos sítios eletrônicos das securitizadoras, mesmo a emissão estando em vigência. Nesse caso se recorre ao sítio eletrônico do agente fiduciário e, somente em caso da indisponibilidade dos documentos no sítio eletrônico do agente fiduciário, o termo é dado como indisponível.

Em se tratando de séries históricas e dependendo do recorte temporal estabelecido, como a que foi aqui elaborada, a identificação de emissões que expiraram é comum, especialmente em anos mais antigos. Nesses casos os documentos das operações costumam ser removidos dos sítios eletrônicos.

Além disso, em emissões mais antigas é comum que os documentos da emissão não sejam digitais, mais sim “escaneados”. Dessa forma, alguns dos dados são ilegíveis. A Figura 12 a seguir demonstra bem a baixa qualidade de alguns desses documentos e, no caso questão, não teve as informações de endereços coletadas dada a sua ilegibilidade.

• •

2

[Signature]

DOI: 10.1002/anie.200525011

Havendo o termo de securitização, seja ele disponibilizado no sítio eletrônico da securitizadora ou do agente fiduciário, o documento é baixado, analisado e os dados passam a ser coletados. Os dados coletados passam a ser anexados em uma nova planilha, na qual são adicionados as principais informações e dados de cada emissão (Figuras 13 e 14).

Figura 13: Captura de tela da planilha com os dados coletados – parte 1

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
Ano	Data da emissão	Data de Vencimento	Emissor- Securitiza	N Emissão	N Série	grd. CRI	reforço_ crédito	cotas	Originador	Originador - segmen	Devedor	Categoria	Concentração	Tipo de contrato	Segmento
1448	2011	14/01/2011	GAIA SECURITIZA 4	16	588		não	cota única	Brookfield	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos
147	2011	14/01/2011	RB CAPITAL SECL 1	70							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos
148	2011	14/01/2011	RB CAPITAL SECL 1	66							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos
149	2011	14/01/2011	RB CAPITAL SECL 1	74	92		não	cota única			Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos
150	2011	27/01/2011	GAIA SECURITIZA 4	36		609	não	cota única	Consórcio Datasul	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos
151	2011	21/03/2011	CIBRASEC 2	150							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Comercial / L
152	2011	24/03/2011	BRAZILIAN SECUR 1	250							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Comercial / L
153	2011	24/03/2011	BRAZILIAN SECUR 1	267			não	cota única	Banco Votorantim	Bancário	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Comercial / L
154	2011	30/03/2011	BRAZILIAN SECUR 1	188	21		sim	júnior	Vários Contrutores	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Híbrido
155	2011	09/05/2011	CIBRASEC 2	160	299		não	cota única	AS Cavalcante	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Híbrido
156	2011	23/07/2011	BRAZILIAN SECUR 1	243							Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Híbrido
157	2011	25/10/2011	BRAZILIAN SECUR 1	268							Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos
158	2011	22/11/2011	GAIA SECURITIZA 4	35			não	cota única	Viver Construtora	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Infraestrutura
159	2011	28/11/2011	RB CAPITAL SECURITIZADORA S.A.	68							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Logístico
160	2011	28/11/2011	GAIA SECURITIZA 4	25	122		sim	sênior	Socopa	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
161	2011	30/11/2011	GAIA SECURITIZA 4	26	26		sim	júnior	Socopa	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
162	2011	30/11/2011	BRAZILIAN SECUR 1	215	21		não	cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
163	2011	07/12/2011	GAIA SECURITIZA 5	3	37		não	cota única	Socopa	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
164	2011	09/12/2011	GAIA SECURITIZA 5	4	14		não	cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
165	2011	09/12/2011	GAIA SECURITIZA 5	5	11		não	cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
166	2011	14/12/2011	GAIA SECURITIZA 5	6	30		não	cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
167	2011	14/12/2011	GAIA SECURITIZA 5	8	9		não	cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento
168	2011	15/12/2011	GAIA SECURITIZA 4	22	50		não	cota única	Goiabeiras I	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lo
169	2011	15/12/2011	RB CAPITAL SECL 1	55							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lo
170	2011	23/12/2011	BRAZILIAN SECUR 1	228							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lo
171	2011	23/12/2011	RB CAPITAL SECL 1	78							Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lo
172	2011	03/02/2011	GAIA SECURITIZA 4	31	6206		sim	sênior	Caixa	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos
173	2011	04/02/2011	GAIA SECURITIZA 4	32	85		sim	júnior	Caixa	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos
174	2011	04/02/2011	CIBRASEC 2	165	1		não	cota única	Itaú	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos
175	2011	01/02/2011	CIBRASEC 2	166	1		não	cota única	Santander	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos
176	2011	24/02/2011	PDG GOLDFARB 1	5			não	cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento
177	2011	11/08/2011	PDG GOLDFARB 3	7			não	cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento
178	2011	28/09/2020	PDG GOLDFARB 1	2			não	cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento
179	2011	23/08/2011	PDG GOLDFARB 1	4			não	cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento
180	2011	24/08/2011	PDG GOLDFARB 1	4			não	cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento
181	2011	24/03/2011	BRAZILIAN SECUR 1	180							Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido
182	2011	25/03/2011	BRAZILIAN SECUR 1	181	142		sim	sênior	Vários Contrutores	Construtora	Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido
183	2011	20/04/2011	BRAZILIAN SECUR 1	186	40		sim	sênior	Vários Contrutores	Construtora	Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido
184	2011	20/04/2011	BRAZILIAN SECUR 1	187	4		sim	júnior	Vários Contrutores	Construtora	Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido

Fonte: Acervo do Autor

Figura 14: Captura de tela da planilha com os dados coletados – parte 2

ArquivoPágina InicialInserirLayout da PáginaFórmulasDadosRevisãoExibirAjuda											Comentários		Compartilhamento				
Desfazer		Área de Transferên...		Fonte		Alinhamento		Número		Estilos		Células		Edição			
A146		2011															
G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V		
1	Fl	reforo_crdito	cotas	Originador	Originador - segmen	Devedor	Categoria	Concentração	Tipo de contrato	Segmento	Crédito Lastro	empreendimento_d	empreendimento_c	empreendimento_o	remuneração	Valor Total	
146	não	não	cota única	Brookfield	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos ou C	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	CDI + 13%	#####	
147						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos ou Casas						R\$ 13.200.000,00	
148						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos ou Casas						R\$ 100.000.000,00	
149	não		cota única			Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos ou Casas		Ponta da Areia II			120% da DI	R\$ 30.842.546,55	
150						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos ou Casas						R\$ 45.000.000,00	
151	não		cota única	Consórcio Datacor	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Comercial / Lajes C	CCI	Créditos imobiliário concentrado		Não especificado		#####	
152						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Comercial / Lajes Corporativas						R\$ 22.040.393,05	
153	não		cota única	Banco Votorantim	Bancário	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Comercial / Lajes C	CCB	Santa Paula Royal	São José/SC	Não especificado	IPCA + 10,5%	R\$ 14.203.711,90	
154	sim		júnior	Vários Construtores	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Híbrido	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	IGP - M + 32,1304%	#####	
155	não		cota única	AS Cavalcante	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Híbrido	CCI	Shopping Prala da C	Vila Velha - ES	Não especificado	TR + 10,5%	R\$ 39.999.999,84	
156						Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Híbrido						R\$ 75.000.000,00	
157						Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Apartamentos ou Casas						R\$ 60.000.000,00	
158	não		cota única	Viver Construtora	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Infraestrutura	CCI	Viver Parque das Ái	Porto Alegre	Não especificado	IPCA + 9,75%	R\$ 100.500.000,00	
159						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Logístico						R\$ 1.570.547,96	
160	sim		sênior	Socopa	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	IPCA + 9,5%	R\$ 36.730.052,00	
161	sim		júnior	Socopa	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	IPCA + 11%	R\$ 8.062.704,00	
162	não		cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Loteamento Comei	Não especificado	Não especificado	IGP - M + 12%	R\$ 21.943.844,16	
163	não		cota única	Socopa	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Reserva SantaMari	Cidade de Jandira	Não especificado	IPCA + 13,5%	R\$ 37.055.500,00	
164	não		cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Residencial	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Não especificado	Não especificado	Não especificado	IPCA + 10%	R\$ 14.028.553,44	
165	não		cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Não especificado	Não especificado	Não especificado	IPCA + 12%	R\$ 11.100.000,01	
166	não		cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Não especificado	Não especificado	Não especificado	IPCA + 12%	R\$ 31.203.776,10	
167	não		cota única	SCOPEL Desenvol	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Não especificado	Não especificado	Não especificado	IPCA + 12%	R\$ 9.400.000,05	
168	não		cota única	Goiabeiras I	Construtora	Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lojas	CCB	Goiabeira Shopping	Itain Bibi	Não especificado	IGP - DI + 105%	R\$ 50.000.000,00	
169						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lojas						R\$ 82.500.000,00	
170						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lojas						R\$ 50.000.000,00	
171						Corporativo	Corporativo	Concentrado	Financiamento Imo	Shopping / Lojas						R\$ 85.000.000,00	
172	sim		sênior	Caixa	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos ou C	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	Não especificado	TR + 6,4%	#####	
173	sim		júnior	Caixa	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos ou C	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	Não especificado	TR + 12%	R\$ 161.918.049,80	
174	não		cota única	Itaú	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos ou C	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	Não especificado	TR + 6,38	R\$ 317.069.680,00	
175	não		cota única	Santander	Bancário	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Apartamentos ou C	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	Não especificado	TR + 6,38	R\$ 688.821.166,80	
176	não		cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	IGP-M+ 9,5%	R\$ 200.100.000,00	
177	não		cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	IGP-M+ 9,5%	#####	
178	não		cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	Não especificado	IGP-M+ 9,5%	R\$ 21.900.000,00	
179	não		cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	CDI + 3,5%	#####	
180	não		cota única	PDG	Construtora	Pulverizado	Residencial	Pulverizado	Financiamento Imo	Loteamento	CCB	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	CDI + 3,5%	R\$ 100.200.000,00	
181						Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido						R\$ 42.699.107,84	
182	sim		sênior	Vários Construtores	Construtora	Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado	IGP - M + 8%	R\$ 6.378.832,50	
183	sim		sênior	Vários Construtores	Construtora	Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado		R\$ 12.267.260,80	
184	sim		sênior	Vários Construtores	Construtora	Pulverizado	Híbrido	Pulverizado	Financiamento Imo	Híbrido	CCI	Créditos imobiliário	vários imóveis	especificado		R\$ 1.262.028,96	

Fonte: Acervo do Autor

O Quadro 4 apresenta uma síntese dos dados coletados, suas variáveis e o local de coleta de cada informação.

Quadro 2: Dados coletados na planilha final e suas variáveis

Dados Coletado	Variáveis	Local de Coleta
Data de Emissão	Data da emissão do CRI	Sítio eletrônico da securitizadora
Data de Vencimento	Data de vencimento do CRI	Sítio eletrônico da securitizadora
Quantidade de CRIs	Número de CRI emitidos em cada operação	Documentos da Operação
Reforço de crédito	Reforço de Crédito da emissão (Sim ou Não)	Documentos da Operação
Originador	Nome da empresa originadora	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação
Originador Segmento	Segmento da empresa originadora	Documentos da Operação
Concentração	Concentração dos empreendimentos lastro	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação
Crédito Lastro	CCB, CCI, Hipoteca etc.	Documentos da Operação
Empreendimento Descrição	Descrição e nome do empreendimento lastro	Documentos da Operação
Empreendimento Município	Município do empreendimento	Documentos da Operação
Empreendimento Endereço	Endereço do município	Documentos da Operação
Remuneração	Indexador e taxa de remuneração	Sítio eletrônico da securitizadora ou documentos da operação

Elaboração: do Autor

Tal como expresso pelo Quadro 2, fica clara a complexidade e diversidade de informações e variáveis possíveis para os diversos dados. A elaboração do Quadro 2, segue os padrões utilizados pelas securitizadoras, com alguns ajustes realizados para facilitar a organização dos dados.

Após a coleta e classificação dos dados, é possível então identificar os municípios onde estão localizados os empreendimentos e imóveis, bem como seus endereços. A partir dessa identificação dos empreendimentos, se busca o número de imóveis de cada empreendimento, informação essa que muitas vezes não consta no termo de securitização. É comum também a securitização de parte desses imóveis em cada empreendimento, mas não a sua totalidade, sendo que essa variável e multiplicidade de possibilidades não pode ser contornada, sendo necessário a leitura do termo de securitização para entender e identificar as especificidades de cada emissão.

2.2. A sistematização dos dados

Todas as classificações e suas variáveis foram expostas anteriormente no quadro 2. Entendendo que algumas das classificações mais importantes à análise aqui proposta não são de fácil entendimento, nem são comuns aos estudos urbanos, esta seção tem como objetivo descrever e analisar cada uma das variáveis e suas classificações mais importantes.

Ao longo de todo o desenvolvimento desta pesquisa, assim como das pesquisas anteriores (Ferreira 2020, 2021; Abreu, Melazzo e Ferreira, 2020; Melazzo *et al.* 2021), houve uma preocupação permanente com a sistematização dos dados. Isto se deve tanto pelo volume de dados coletados, quanto pelo número de variáveis envolvidas na análise de uma emissão de CRIs. Assim, esta seção tem como objetivo discutir a sistematização dos dados e sua importância para o desenvolvimento da pesquisa e a análise dos dados, em especial se tratando de um volume de dados tão elevados.

Como exposto pelo Quadro 4, são muitas as variáveis e muitas delas envolvem questões técnicas de estruturação do ativo e extremamente importantes para entendimento da estruturação e características dos ativos, entretanto, não sendo tão relevantes a análise aqui proposta, por isso analisaremos apenas as que são relevantes ao trabalho e a elaboração da base de dados geográfica.

De modo a padronizar e facilitar a análise dos dados optou-se por adotar as classificações já utilizadas pelas securitizadora, pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) e pela UQBAR, com pequenas adaptações que visam facilitar a análise e a padronização dos dados. A adoção dessas classificações facilita a compatibilização das análises e dos dados de origens variadas.

Uma das classificações mais importantes é a do tipo de contrato lastro da emissão. É sabido que existem diversos contratos que podem fornecer lastro a uma emissão de CRIs, em especial se destacam 3 deles: Compra e Venda, Financiamento Imobiliário e Locação. Os demais contratos apesar de diversos e variados (sessão de superfície, arrendamento, dentre outros) não possuem um volume significativo no conjunto das emissões.

Dessa forma, para facilitar a análise, esses contratos menos significativos, em volume, que apesar de terem sido coletados com o contrato lastro especificado, quando apresentadas nos gráficos e tabelas deste trabalho, serão classificadas como “outros”.

No que se refere as diferenças entre os contratos de Compra e Venda e Financiamento, o primeiro tipo (Compra e Venda), está normalmente associado a créditos próprio de empresas portanto, ele é formalizado via contrato, com o caixa próprio da empresa. Enquanto o segundo tipo (Financiamento Imobiliário) está normalmente vinculado a empréstimos concedidos a pessoas físicas.

Neste trabalho optamos por analisar exclusivamente as emissões residenciais, ou seja, aquelas que têm como lastro imóveis exclusivamente residenciais que tiveram suas operações de emissão de CRI originadas de contratos de Compra e Venda ou Financiamento. Dessa maneira, excluem-se as emissões híbridas, que são aquelas que consistem em operações que tem como lastro imóveis tanto comerciais quanto residenciais.

Isso significa privilegiar na análise o uso do solo residencial, inegavelmente majoritário nas cidades, e a compra e venda e financiamento pois indica as condições da produção e do acesso ou consumo da habitação. Assim se pretende entender como tais instrumentos alteram as condições para produção e o consumo da habitação. Outra variável importante na análise é o segmento de atuação do originador, ou seja, qual o ramo de atividade da empresa cedente.

Essa informação é importante para entender de onde se origina a securitização. Para essa variável foi realizada uma adaptação na forma como são comumente apresentadas e foi adotada a seguinte classificação: Construtoras e Incorporadoras, Instituições Financeiras e Demais Agentes Corporativos, incluídas aqui indústrias e empresas dos mais variados ramos que tiveram um imóvel cedido como lastro de uma operação de crédito securitizada.

Vale destacar que nas “Instituições Financeiras” se incluem tanto bancos quanto casas hipotecárias, ou seja, todos os agentes que têm como sua área de atuação bancária e/ou financeira. Ainda, no que tange aos Demais Agentes Corporativos, se encontram empresas das mais variadas áreas de atuação e que cederam algum imóvel à securitização.

Já a variável de categoria, refere-se ao tipo de uso do imóvel. Os imóveis corporativos são destinados a usos comerciais, já os híbridos referem-se a imóveis de usos misto (comercial e residencial) e os imóveis residenciais são aqueles destinados ao uso exclusivamente residencial.

A variável “Concentração” refere-se à localização dos imóveis. Em se tratando de uma emissão com um único imóvel ou de vários imóveis que estejam contidos em um único empreendimento, como é o caso de espaços residenciais fechados (Sposito e Goes,

2013), são classificados como concentrados. Quando se trata de mais de um imóvel ou de vários empreendimentos dispersos que foram securitizados, a emissão é classificada como “pulverizada”.

Já o “Segmento” indica o uso do imóvel: shopping centers, hotéis, híbridos (quando contenha mais de um uso), apartamentos ou casas, loteamento etc. Essa é a variável com maior diversidade de classificações e depende do uso e tipologia do imóvel.

O “Devedor” classifica os devedores da emissão segundo ao seu número, em se tratando de um ou poucos devedores; quando é o caso de duas ou mais empresas envolvidas na elaboração de um projeto, se classifica como “concentrado”. Já quando se trata de vários devedores, normalmente associado a emissões que tem como cedentes bancos que securitizaram suas carteiras de financiamento imobiliário, se classifica como “pulverizado”.

É importante destacar que apesar do sítio eletrônico de algumas das securitizadoras informar essas características básicas, o mais comum é que essas informações não estejam presentes nos sítios eletrônicos, sendo necessário a leitura dos termos de securitização em sua totalidade para que sejam identificadas e coletadas essas informações.

Tais informações coletadas e sistematizadas nos permitem analisar e compreender o processo de securitização através de suas mudanças de composição, lastro e estrutura ao longo do tempo. Ou seja, permite entender quais são as áreas de atuação dos agentes originadores das emissões, quais tipos de imóveis têm sido securitizados e seus usos e como isso vem se transformando. Estas informações, assim como as informações gerais coletadas são o que subsidiaram as análises e a produção cartográfica que será apresentada e analisada no Capítulo 3.

Nesse sentido a sistematização desses dados é fundamental para a análise, permitindo compatibilizá-los e analisá-los, em especial pelo volume de dados analisados, e para viabilizar a análise dos vários dados de origens distintas, visto que algumas securitizadoras apresentam sutis distinções entre as classificações e denominações que utilizam.

2.3. A espacialização e mapeamento dos dados de securitização

Através da coleta e análise dos dados de imóveis securitizados, foi possível realizar o mapeamento e espacialização dos imóveis residenciais securitizados no país. Entretanto, vários dos documentos de operações e emissões apresentam a securitização de todo o empreendimento (edifício ou loteamento). Dessa forma se torna inviável, por conta da escala de análise e do volume de dados manejados, identificar o número de imóveis (apartamentos e/ou lotes) que efetivamente foram securitizados nessas operações.

Assim, os mapas apresentados no capítulo seguinte partem de generalizações, ou seja, adotou-se, para esses empreendimentos em que não se pode identificar o número de imóveis, o mapeamento do empreendimento como um único imóvel. Vale destacar que os mapas produzidos têm como base as emissões de CRIs com lastro em imóveis residenciais oriundos de contratos de compra e venda e financiamento imobiliário.¹⁴

Tal como apresentado no início desta dissertação, um dos objetivos do trabalho é a análise da disseminação da securitização imobiliária pela estrutura e rede urbana nacional. Para tanto, faz-se necessário analisar e avaliar as várias classificações e hierarquizações das cidades brasileiras.

Dentre as várias classificações e hierarquizações das cidades brasileiras já realizadas, podemos citar a REGIC (Região de Influência das Cidades) elaborados pelo IBGE, bem como o trabalho de Scherer e Amaral (2020).

Tais classificações divergem em alguns pontos e são distintas entre si, sendo assim é necessário realizar a adoção de uma das classificações. Para este trabalho, adotamos a classificação elaborada por Scherer e Amaral (2020).

A escolha se deve primeiro, pela extrema hierarquização da REGIC, que classifica os centros urbanos em onze classes a partir do grau de influência econômica e política, assim como pela quantidade de serviços oferecidos. Segundo, pois dentre as classificações de Bitoun, Miranda e Moura (2017) e Scherer e Amaral (2020), a segunda oferece como subsídio uma planilha com a classificação das cidades brasileiras o que permite a instrumentalização de tal classificação e utilização dela nesta dissertação.

¹⁴ Não foram incluídas as emissões de contratos de locação por se tratar de uma lógica muito distinta da compra e venda e financiamento imobiliário. Entretanto, durante a coleta e análise dos dados, somente foram encontradas duas emissões residenciais com lastro em contratos de locação. Isso evidencia que a securitização da locação tem uma lógica distinta do uso do imóvel para moradia, e sim para usos corporativos, comerciais ou mesmo industriais.

Assim, para analisar a dispersão da securitização pelo sistema e rede urbana e pelas cidades de diferentes portes, foi realizada uma adaptação com base no trabalho de Scherer e Amaral (2020), o que permitiu o cruzamento dos dados de securitização com a classificação realizada pelos autores.

No que se refere as adaptações realizadas, o citado trabalho se utiliza de uma metodologia quantitativa para elaboração de tal hierarquização a partir da classificação e dos dados da REGIC (Região de Influência das Cidades) elaborados pelo IBGE.

O trabalho elaborado por Scherer e Amaral (2020) classifica os municípios brasileiros em: Metrópoles; Cidades Grandes; Cidades Médias de Longo alcance; Cidades Médias de Médio Alcance; Cidades Médias de Curto Alcance; Pequenas Cidades I; Pequenas Cidades II; Núcleos Urbanos I e Núcleos Urbanos II. Dessa forma o trabalho além de analisar o porte destaca também o tamanho da área de influência de cada uma.

Para realização deste trabalho foi realizada uma adaptação na classificação dos autores, assim, foram definidas três classes para a elaboração dos mapas. Sendo elas: Metrópoles e Cidades Grandes; Cidades Médias e de Porte Médio; Cidades Pequenas.

Visto a metodologia utilizada pelos autores, alguns dos resultados obtidos pelo trabalho conflitam com definições de cunho mais qualitativas. Por exemplo, a classificação de Londrina/PR e Ribeirão Preto/SP como cidades grandes no trabalho de Scherer e Amaral (2020) podem ser também reconhecidas como cidades médias, a partir da definição proposta por Spósito (2007). A autora define as cidades médias a partir da sua centralidade e do papel de intermediação que as mesmas passam exercer na rede urbana (Sposito, 2001, 2007).

“[...] podemos caracterizar as ‘cidades médias’, afirmando que a classificação delas, pelo enfoque funcional, sempre esteve associada à definição de seus papéis regionais e ao potencial de comunicação e articulação proporcionado por suas situações geográficas, tendo o consumo um papel mais importante que a produção na estruturação dos fluxos que definem o papel intermediário dessas cidades” (Sposito, 2001 p. 635-636).

Assim, posto a definição de cidades médias, foi realizada uma revisão e adaptação, quando entendidas como necessárias, na classificação proposta pelos autores (Scherer e Amaral, 2020), durante o processo de mapeamento, para adequá-lo ao conceito de cidades médias.

2.4. – Considerações sobre o uso do CRIs como instrumento para a análise da cidade contemporânea

A partir da exposição dos procedimentos metodológicos, suas limitações e potencialidades em relação a outras possibilidades de coleta dos dados de CRIs, pode-se chegar a algumas conclusões. Verifica-se que ainda não se pode considerar como viável o uso de metodologias de coleta automatizada de dados para os CRIs, visto a perda considerável dos dados durante o processo. Desta forma, consideramos que o procedimento mais adequado é o aqui apresentado, o de coleta manual.

Nesse sentido, também, se verifica que dada a estrutura de disponibilização dos dados, a qualidade dos documentos e a forma como a informação geográfica, ou seja, o endereço do imóvel securitizado que é informado nos documentos da operação, é inviável o uso das tecnologias de raspagem de dados para trabalhos que tenham como objetivo a valorização da dimensão geográfica e espacial da securitização.

Entretanto, faz necessário destacar que a coleta dos dados de emissão, em especial no que tange às informações mais detalhadas, como devedores, tipo de contrato lastro, dentre outras, envolve um conhecimento técnico e a leitura dos termos de emissão. Além disso, se faz necessário o conhecimento dos outros agentes envolvidos na estruturação da emissão, aos quais é necessário recorrer para identificar termos de emissão e documentos indisponíveis nos sítios eletrônicos das securitizadoras.

Pode se concluir que os procedimentos metodológicos apresentados permitem alcançar uma dimensão da financeirização imobiliária que em muito permite problematizar e avançar na análise de suas dimensões geográficas.

Desse modo, destaca-se a análise da securitização imobiliária, em especial dos CRIs, como estratégia possível para compreensão da produção das cidades em uma economia cada vez mais financeirizada, corroborada pelos recentes trabalhos, já citados, que tem se utilizado dos CRIs como instrumentos de análise da produção das cidades contemporâneas, das estratégias dos agentes imobiliários e das formas de financiamento da produção e do consumo da habitação.

Dessa forma são tais procedimentos que permitem em um primeiro momento a busca da dimensão geográfica e espacial da securitização e da financeirização imobiliária que, partindo das localizações seja em termos de cidades e sua posição no sistema urbano nacional, seja em relação aos endereços dos imóveis em cada área urbana, abre a

possibilidade de uma problematização sobre o alcance, as tipologias e usos que permitem pensar a própria produção desses espaços, a partir do uso desses instrumentos.

Relevante, ainda, observar que a referência à produção do espaço envolve, necessariamente também a dimensão do consumo dos produtos imobiliários e da cidade, não apenas na dimensão do valor de uso de tais objetos, mas também na dimensão de um valor de troca que deixa de ser expresso apenas na escala da cidade (dadas as irredutíveis características imóveis e de localizações específicas da mercadoria), passando a realizar e circular tal valor de troca em diferentes e mais amplas escalas geográficas.

Ainda, com o recente marco legal da securitização imobiliária, de 2022, e o lançamento de novos produtos da securitização, já supracitados, além de perspectivas de mudanças nas operações de securitização imobiliária e dos CRIs (mudanças essas ainda em debate pela CVM), se verifica também a importância da metodologia aqui exposta.¹⁵

Apresentados os procedimentos utilizados para a coleta, sistematização e análise dos dados, é necessário destacar os procedimentos de espacialização e mapeamento desses dados.

¹⁵ Entendendo as possibilidades de análise de ativos securitizados nas pesquisas, encontra-se nos anexos da dissertação, um *link* com os modelos das tabelas aqui utilizadas, que poderão ser adaptadas as diferentes pesquisas.

Capítulo 3 – A dimensão espaço temporal da securitização imobiliária



Introdução

O primeiro capítulo desta dissertação teve como objetivo apresentar o referencial teórico no qual o debate proposto nesta pesquisa está inserido, revelando os marcos regulatórios e o processo pelo qual os instrumentos e o mercado da securitização imobiliária foram criados e desenvolvidos no Brasil, o que viabilizou tais instrumentos como ativos viáveis aos investidores e difundindo o seu uso.

O segundo capítulo teve como proposta apresentar os procedimentos metodológicos utilizados na coleta dos dados e suas potencialidades de uso na análise do urbano e da cidade contemporânea. Este terceiro capítulo, por seu lado, tem como objetivo apresentar a dimensão espacial e empírica do processo a partir dos dados coletados e dos mapas produzidos no decorrer da pesquisa.

Além disso, discutiremos, a partir da análise dos dados e dos agentes envolvidos, as duas lógicas presentes na securitização imobiliária, sendo essas a lógica da produção e a lógica do consumo da produção imobiliária, bem como os diferentes agentes que fazem uso de um mesmo instrumento, os CRIs, para viabilizar as duas pontas da circulação do imobiliário, a produção e o consumo. Serão fornecidos, também, elementos que contribuem para a análise e compreensão de como as diferentes lógicas identificadas resultam em temporalidades distintas aos ativos gerados, afeitas às particularidades dos agentes envolvidos e às lógicas de cada uma das “pontas” citadas.

Assim, este capítulo apresenta a dimensão espaço-temporal da securitização imobiliária, debatendo as lógicas da securitização e como esse instrumento consegue articular tempos e espaços distintos, homogeneizando e agrupando dívidas e imóveis bastante heterogêneos em um único produto comercializável. Ou seja, procura-se aqui trabalhar com a ideia de Harvey (1982) da coerência e da unidade espaço temporal do capitalismo.

Vale destacar a importância da compreensão do cenário macroeconômico brasileiro, que condicionou e condiciona o desenvolvimento de tais processos. Entretanto, não cabe ao escopo deste trabalho a longa exposição das conjunturas econômicas e políticas que resultaram no *boom* econômico e a subsequente crise. Para tanto, vale citar trabalhos como o de Laura Carvalho (2018), que expõe de forma clara e cuidadosa as condições que levaram a economia brasileira do “*boom* ao caos econômico” (Carvalho, 2018).

Para cumprir com os objetivos, o capítulo partirá da apresentação dos dados mais gerais, analisando o número de emissões identificadas e coletadas, sua distribuição espacial, como se apresentam a partir de seus contratos originários, os usos de imóveis securitizados, o volume acumulado da securitização ao longo dos anos analisados e o tempo de circulação das emissões analisadas.

Apresentadas as características mais gerais dos dados, será analisada a dimensão espacial da securitização, a partir dos mapas produzidos. Os mapas contêm os imóveis securitizados de cada ano (que foram possíveis de serem identificados e mapeados), a dispersão dos imóveis a partir da origem do cedente e sua distribuição pela rede urbana brasileira. Ao final, retomamos a suposição levantada na introdução desta dissertação, no qual questionamos a existência de duas lógicas na securitização imobiliária, da produção e do consumo da habitação, e investigamos a possibilidade de um mesmo imóvel ser utilizado como lastro em duas operações de securitização diferentes.

Para analisar a dispersão dos imóveis pela rede urbana brasileira, utilizamos, tal como descrito anteriormente, uma adaptação do trabalho desenvolvido por Scherer e Amaral (2020), trabalho este no qual os autores analisam dados econômicos, populacionais e a área de influência para classificar os municípios brasileiros pelos diferentes estratos da rede urbana. A partir deste trabalho, foi possível cruzar os dados coletados na pesquisa com uma adaptação da classificação estabelecida pelos autores citados, de modo a produzir os mapas apresentados no presente capítulo.

3.1. – A dimensão empírica e quantitativa da securitização imobiliária

A análise dos dados que, como afirmado anteriormente, referem-se às emissões dos anos de 2011 a 2020, permite uma compreensão da conjuntura, do contexto da securitização imobiliária e sua evolução ao longo da série histórica analisada, além de apresentar informações e características relevantes das emissões. Também, permite uma compreensão do processo, das lógicas da securitização e como tal instrumento vem sendo utilizado pelos diversos agentes.

Como já explicitado no capítulo anterior durante a exposição dos procedimentos metodológicos, a coleta dos dados partiu da identificação e análise do universo total das

emissões de CRIs realizadas no Brasil no período analisado. Tais dados podem ser observados no Quadro 3.

Quadro 3: Brasil - Número total de emissões coletadas por ano e total coletado

Ano	Número de emissões coletadas
2011	140
2012	93
2013	149
2014	138
2015	157
2016	154
2017	271
2018	252
2019	331
2020	351
Total	2036

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

A análise do Quadro 3, evidencia o paulatino crescimento do processo de securitização imobiliário no Brasil, cujo único ano de significativa retração no número de emissões é 2012. Se destaca, também, o crescimento verificado entre os anos de 2016 e 2017 e entre os anos de 2018 e 2019.

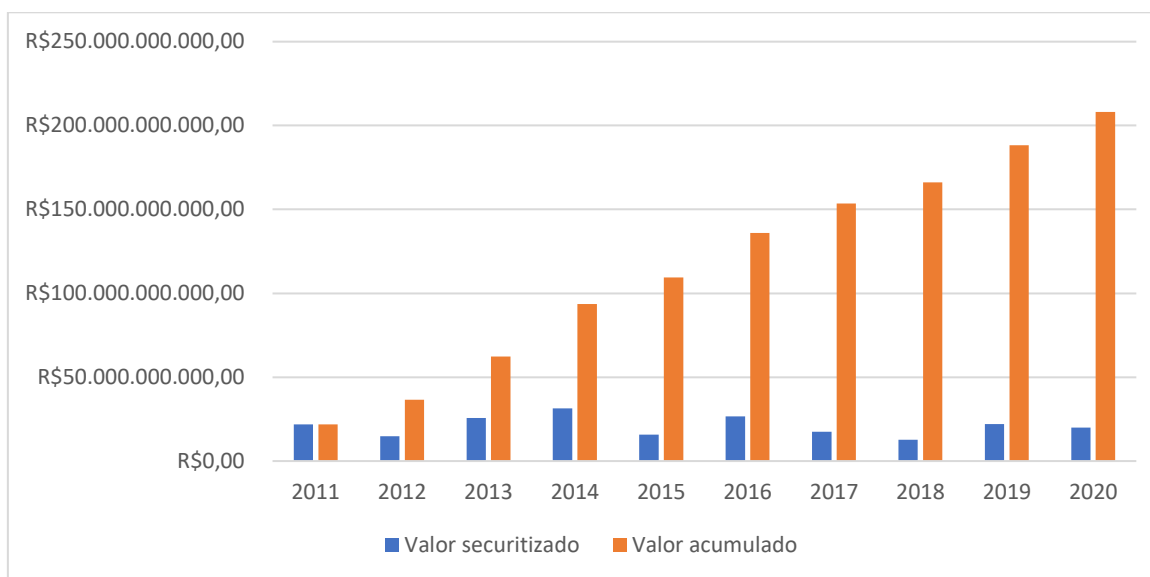
Já o Quadro 4 e o Gráfico 1, a seguir, apresentam os valores totais securitizados pelas emissões de CRIs apresentadas no Quadro 5:

Quadro 4: Brasil - Número de emissões totais registradas, valor total real e o valor acumulado real das emissões de CRIs por ano 2011-2020

Ano	Número de emissões	Valor total	Valor total acumulado
2011	140	R\$ 21.784.261.199,14	R\$ 21.784.261.199,14
2012	93	R\$ 14.781.036.806,57	R\$ 36.565.298.005,71
2013	149	R\$ 25.687.655.014,42	R\$ 62.252.953.020,13
2014	138	R\$ 31.319.369.204,98	R\$ 93.572.322.225,11
2015	157	R\$ 15.789.017.279,86	R\$ 109.361.339.504,97
2016	154	R\$ 26.672.757.996,82	R\$ 136.034.097.501,79
2017	271	R\$ 17.413.288.533,09	R\$ 153.447.386.034,88
2018	252	R\$ 12.659.928.654,11	R\$ 166.107.314.688,99
2019	331	R\$ 22.147.451.994,72	R\$ 188.254.766.683,71
2020	351	R\$ 19.909.995.702,63	R\$ 208.164.762.386,34

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Gráfico 1: Brasil - Valor total real e o valor acumulado real da totalidade de emissões de CRIs por ano 2011-2020¹⁶



Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Ao analisar o Quadro 4 e o Gráfico 1, chama a atenção que mesmo com o crescimento do número de emissões de 2016 para 2017, cujo aumento foi de 154 para 271 emissões, o valor securitizado no ano de 2017 tenha sido inferior ao ano de 2016. Entretanto, é importante ressaltar que como os tempos de circulação dos CRIs, ou seja, por quantos anos tal produto continua a gerar rentabilidade são de alguns anos, o valor acumulado segue em crescimento, mesmo com o valor emitido no ano tendo caído.

O ano de 2017 também é o primeiro ano da série histórica que não possui emissão de CRIs da CEF¹⁷, o que pode ter relação com a queda no valor securitizado, visto que, por mais que não represente mudanças significativas no número de emissões realizadas no ano, em relação ao ano anterior, possui relevância no que tange aos valores securitizados, visto que as operações da CEF concentravam valores e dívidas imobiliárias de todo o país e que atingiam cifras bilionárias.

Apresentadas as características gerais, das emissões de CRIs identificadas, a partir do Quadro 5 a seguir, a análise passa a discriminar os dados. Dessa forma, os quadros 5

¹⁶ Os valores apresentados neste capítulo foram todos deflacionados para dezembro de 2020, utilizando para a correção o índice IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas

¹⁷ Apesar de a CEF ter realizado emissões de CRIs anualmente de 2011 a 2016, os documentos da operação aos quais temos acesso não especificam os imóveis lastro das operações para os anos de 2012 e 2013, isso se refletirá nos mapas que serão apresentados posteriormente, pois apesar de serem emissões de grande relevância não são possíveis de serem especializadas.

e 6 apresentam o número de emissões totais do universo de dados coletados pelo tipo de contrato originador.

Quadro 05: Brasil – Número total de emissões por tipo de contrato originador

Ano	Compra e Venda	Financiamento	Locação	Outros	Não Identificado
2011	26	86	28	0	0
2012	19	52	21	1	0
2013	45	63	38	3	0
2014	45	62	31	0	0
2015	42	89	25	1	0
2016	45	70	27	5	0
2017	108	115	44	2	2
2018	95	87	39	19	12
2019	94	145	61	11	20
2020	103	171	61	0	16
Total	622	940	375	42	50

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Quadro 06: Brasil - Porcentagem da totalidade das emissões por tipo de contrato originador

Ano	% Compra e Venda	% Financiamento	% Locação	% outros	% Não Identificado
2011	19%	61%	20%	0%	0%
2012	20%	56%	23%	1%	0%
2013	30%	42%	26%	2%	0%
2014	33%	45%	22%	0%	0%
2015	27%	57%	16%	1%	0%
2016	29%	45%	18%	3%	0%
2017	40%	42%	17%	1%	1%
2018	38%	35%	15%	8%	5%
2019	28%	44%	18%	3%	6%
2020	29%	49%	17%	0%	5%
Total	31%	46%	18%	2%	2%

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Nos Quadro 05 e 06 se destaca a dominância das emissões do tipo financiamento, seguido pelas emissões que tem como lastro contratos de compra e venda e pelas emissões de locação, além das emissões que classificamos como “outros” e que com exceção do ano de 2018, quando resultou em 8% do total, não representa significativa relevância frente às demais.

No que se tange aos contratos originadores das operações os mesmos podem ser créditos originados de contratos de Compra e Venda de imóveis, contratos de financiamento imobiliário destinado à aquisição, construção (incorporação) ou mesmo reforma de um imóvel, podem também ser originados de diversos outros contratos, como locação, apenas para citar os principais tipos de contrato.

Nesse sentido, verifica-se que a estruturação da securitização e sua dimensão jurídica permite capturar ambas as pontas da produção imobiliária, ou seja, tanto a produção quanto o consumo do imobiliário e da habitação.

Já o Quadro 07 a seguir, distingue o universo total de dados coletados pelo tipo de uso do imóvel.

Quadro 07: Brasil -Número total de emissões por tipo de uso dos imóveis 2011 a 2020

Uso do Imóvel	Corporativo	Residencial	Híbrido	Não Identificado	Total
2011	60	32	48	0	140
2012	58	25	10	0	93
2013	78	65	6	0	149
2014	94	44	0	0	138
2015	112	38	7	0	157
2016	100	36	18	0	154
2017	135	105	29	2	271
2018	80	129	29	14	252
2019	235	67	9	20	331
2020	157	162	17	15	351
Total	1109	703	173	51	2036

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Quadro 1: Brasil - Porcentagem da totalidade das emissões por tipo de uso dos imóveis 2011 a 2020

Uso do Imóvel	% Corporativo	% Residencial	% Híbrido	% Não Identificado
2011	43%	23%	34%	0%
2012	62%	27%	11%	0%
2013	52%	44%	4%	0%
2014	68%	32%	0%	0%
2015	71%	24%	4%	0%
2016	65%	23%	12%	0%
2017	42%	39%	11%	1%
2018	32%	51%	12%	6%
2019	71%	20%	3%	6%
2020	45%	46%	5%	4%
Total	54%	35%	8%	3%

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Da análise dos Quadros 07 e 08 destaca o paulatino crescimento da relevância das emissões residenciais, com a exceção do ano de 2019, quando ocorre retração. Evidencia-se, também, a relevância das emissões corporativas durante o período. Destacam-se ainda, os anos de 2018 e 2020, em que as emissões com lastro em imóveis residenciais superam as emissões com lastro em imóveis corporativos.

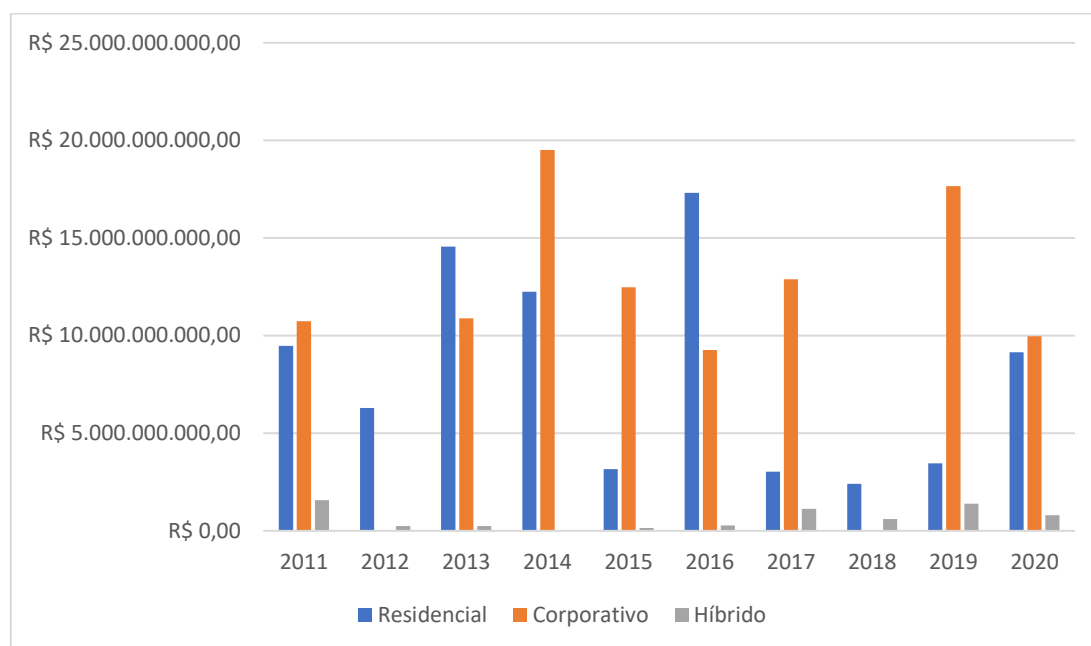
O Gráfico 2 e o Quadro 09 apresentam o valor do universo das emissões totais coletadas, distinguindo-as por tipo de uso do imóvel.

Quadro 09: Brasil - Valor total real emitido por tipo de uso do imóvel 2011 – 2020

Ano	Residencial	Corporativo	Híbrido
2011	R\$ 9.471.050.502,07	R\$ 10.740.400.972,37	R\$ 1.572.809.724,72
2012	R\$ 6.290.330.315,33	R\$ 8.265.204.356,32	R\$ 237.352.122,48
2013	R\$ 14.563.157.642,46	R\$ 10.880.952.119,14	R\$ 243.545.252,81
2014	R\$ 12.249.139.262,73	R\$ 19.516.739.125,49	-
2015	R\$ 3.161.805.942,86	R\$ 12.481.483.659,77	R\$ 145.727.677,22
2016	R\$ 17.308.378.796,61	R\$ 9.255.972.534,38	R\$ 282.261.580,13
2017	R\$ 3.034.082.738,28	R\$ 12.885.176.250,42	R\$ 1.126.198.831,14
2018	R\$ 2.408.574.349,01	R\$ 9.434.897.854,12	R\$ 608.869.305,25
2019	R\$ 3.459.198.280,29	R\$ 17.658.781.110,81	R\$ 1.398.189.358,19
2020	R\$ 9.143.935.280,54	R\$ 9.969.154.027,95	R\$ 796.906.394,14

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Gráfico 2: Brasil - Valor total real emitido por tipo de uso do imóvel 2011 – 2020



Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

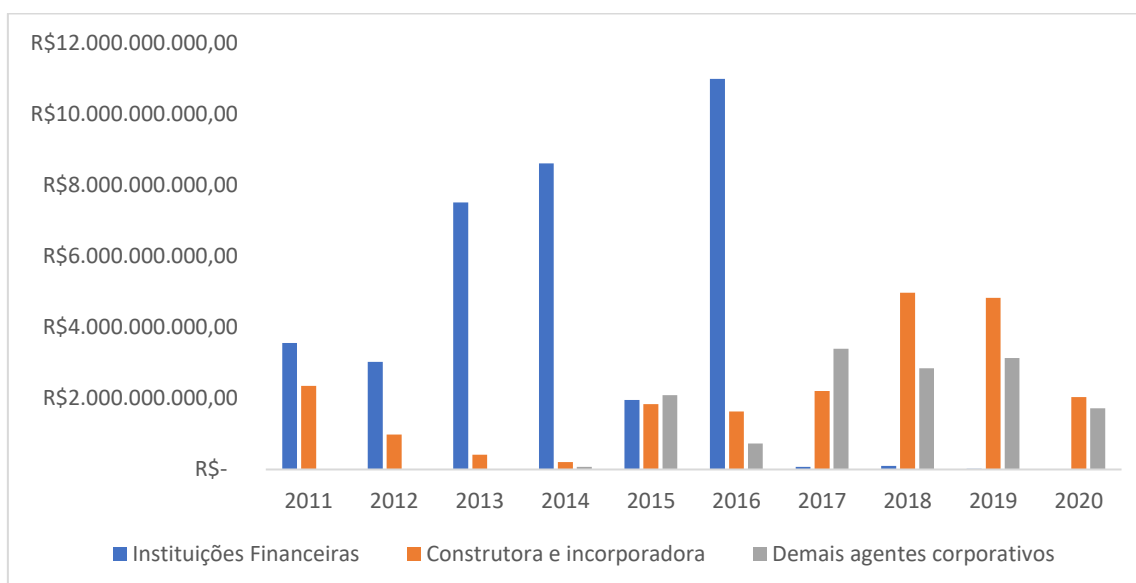
Uma análise do Quadro 09 e do Gráfico 2 chama atenção para dois pontos. Primeiro, o destaque para os anos de 2013 e 2016, quando o valor residencial securitizado foi maior que o valor corporativo. Segundo, o impacto da saída da CEF do mercado de securitização, no ano de 2016, tendo a securitização imobiliária residencial perdido grande parte do seu valor após a saída da CEF, recuperando-o somente em 2020 em que ocorre um crescimento exponencial do valor residencial securitizado.

Quadro 10: Brasil - Valor total real emitido pela origem do crédito securitizado

Ano	Instituições Financeiras	Construtora e incorporadora	Demais agentes corporativos
2011	R\$ 7.055.532.100,74	R\$ 4.654.887.507,34	-
2012	R\$ 5.587.862.472,52	R\$ 1.808.946.497,61	-
2013	R\$ 13.157.762.127,10	R\$ 722.955.136,96	-
2014	R\$ 14.481.752.322,54	R\$ 352.336.524,63	R\$ 119.040.075,99
2015	R\$ 2.971.629.058,69	R\$ 2.797.648.809,48	R\$ 3.175.664.391,76
2016	R\$ 15.656.040.057,43	R\$ 2.328.044.393,43	R\$ 1.037.600.529,57
2017	R\$ 107.239.275,00	R\$ 3.150.077.849,43	R\$ 4.850.451.688,90
2018	R\$ 127.126.499,23	R\$ 6.561.710.752,87	R\$ 3.749.586.430,15
2019	R\$ 25.176.211,31	R\$ 6.045.967.019,31	R\$ 3.930.220.418,60
2020	-	R\$ 2.040.446.027,56	R\$ 1.717.882.000,00

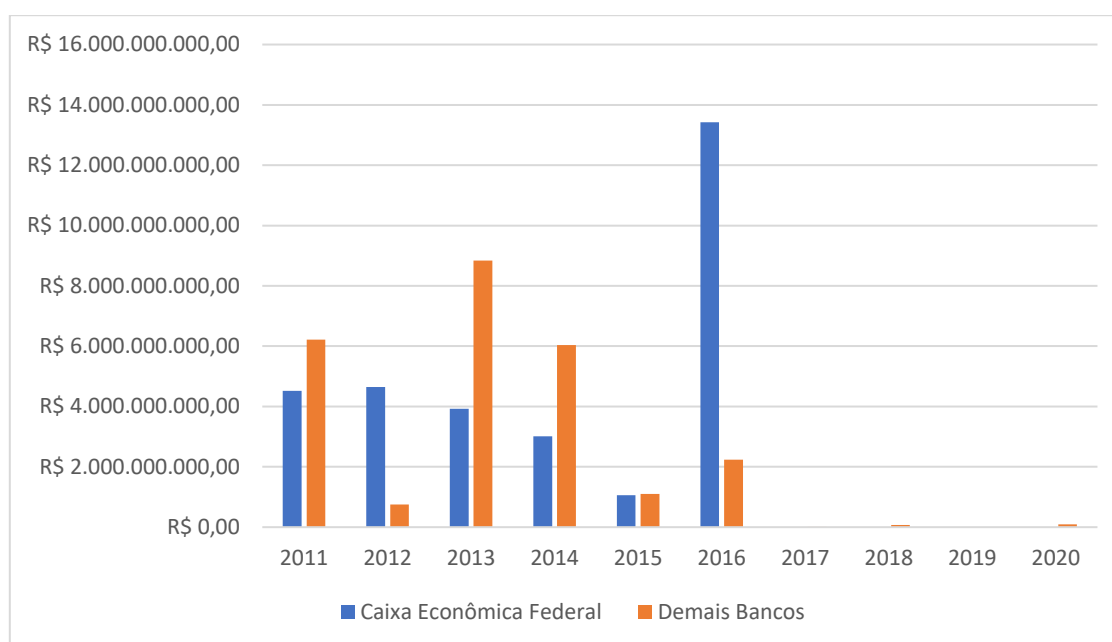
Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Gráfico 3: Brasil - Valor total real emitido pela origem do crédito securitizado



Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Gráfico 4: Brasil – Valor real emitido pela Caixa Econômica Federal e demais bancos



Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

O Quadro 10 e o Gráfico 4, apresentam os valores emitidos distinguindo-os pela origem do crédito securitizado. Fica evidente a partir de uma primeira análise do gráfico e do quadro a relevância da CEF visto queda significativa dos valores securitizados pelas

instituições financeiras após a saída da Caixa econômica do mercado de securitização após a emissão realizada em 2016

Ainda, o Gráfico 4 apresenta os valores residenciais securitizados pelos bancos, distinguindo entre os valores securitizados pela CEF dos demais bancos. A partir do Gráfico 4, nota-se a relevância da CEF na securitização residencial, frente aos demais bancos, que mesmo somados não conseguem superar o valor securitizado pela CEF nos anos de 2012 e 2016.

Além disso, verifica-se que as instituições financeiras não recuperam a relevância que exerciam anteriormente, na exata medida do crescimento da securitização por parte das construtoras e incorporadoras. Assim, a análise dos dados indica um possível reposicionamento da securitização imobiliária, assumindo uma lógica muito mais próxima da produção que do consumo do imobiliário.

Vale destacar que construtoras e incorporadoras dos mais diversos portes, e com foco nos mais variados segmentos e faixas de renda, têm se utilizado desses instrumentos, tal como evidenciado pela entrevista apresentada no Capítulo 1.

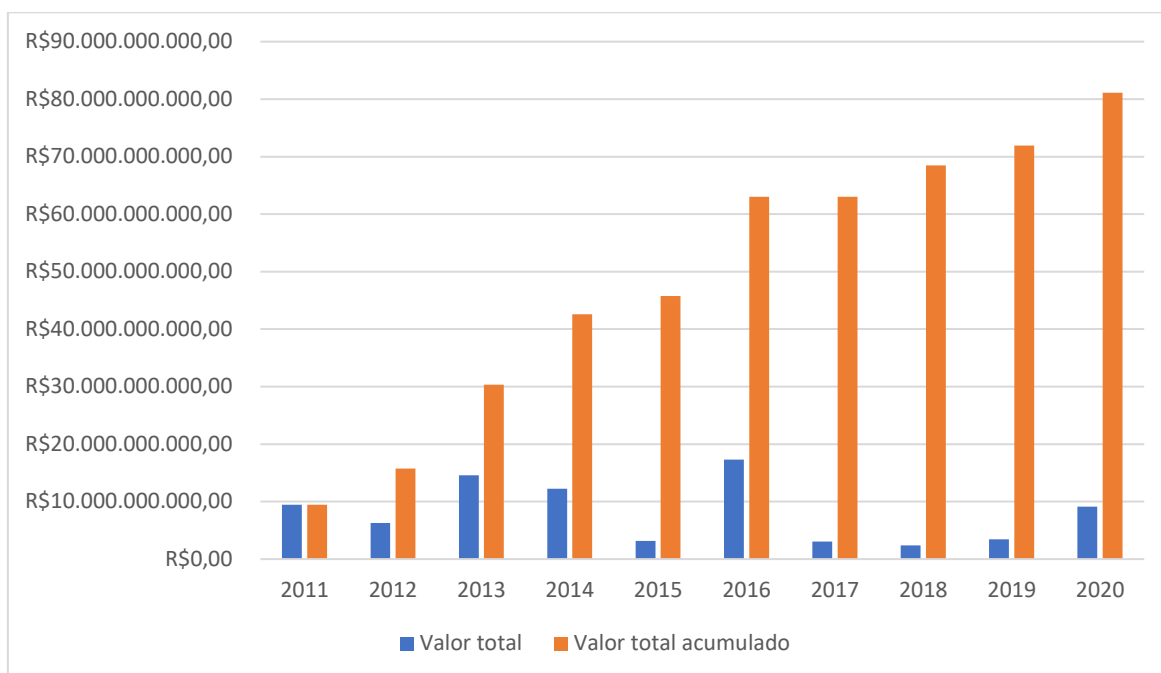
O Quadro 11 e o Gráfico 5, a seguir, indicam o valor da securitização imobiliária residencial no período analisado, assim como os valores acumulados.

Quadro 2: Brasil - Valor total real das emissões de CRIs residenciais, valor total acumulado e número de emissões registradas por ano 2011-2020

Ano	Nº de emissões	Valor total	Valor total acumulado
2011	32	R\$ 9.471.050.502,07	R\$ 9.471.050.502,07
2012	25	R\$ 6.290.330.315,33	R\$ 15.761.380.817,40
2013	65	R\$ 14.563.157.642,46	R\$ 30.324.538.459,86
2014	44	R\$ 12.249.139.262,73	R\$ 42.573.677.722,59
2015	38	R\$ 3.161.805.942,86	R\$ 45.735.483.665,45
2016	36	R\$ 17.308.378.796,61	R\$ 63.043.862.462,06
2017	105	R\$ 3.034.082.738,28	R\$ 63.043.862.462,06
2018	129	R\$ 2.408.574.349,01	R\$ 68.486.519.549,35
2019	67	R\$ 3.459.198.280,29	R\$ 71.945.717.829,64
2020	162	R\$ 9.143.935.280,54	R\$ 81.089.653.110,18

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Gráfico 5: Brasil - Valor total das emissões de CRIs residenciais, valor total acumulado por ano 2011-2020



Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

A análise do Quadro 11 e do Gráfico 5 indica, em especial a partir do valor securitizado acumulado, o impacto deste processo, visto já estará próximo à cifra de 54 bilhões de reais. Vale destacar ainda que esse acúmulo ocorre pois os CRIs “circulam” no mercado por vários anos.

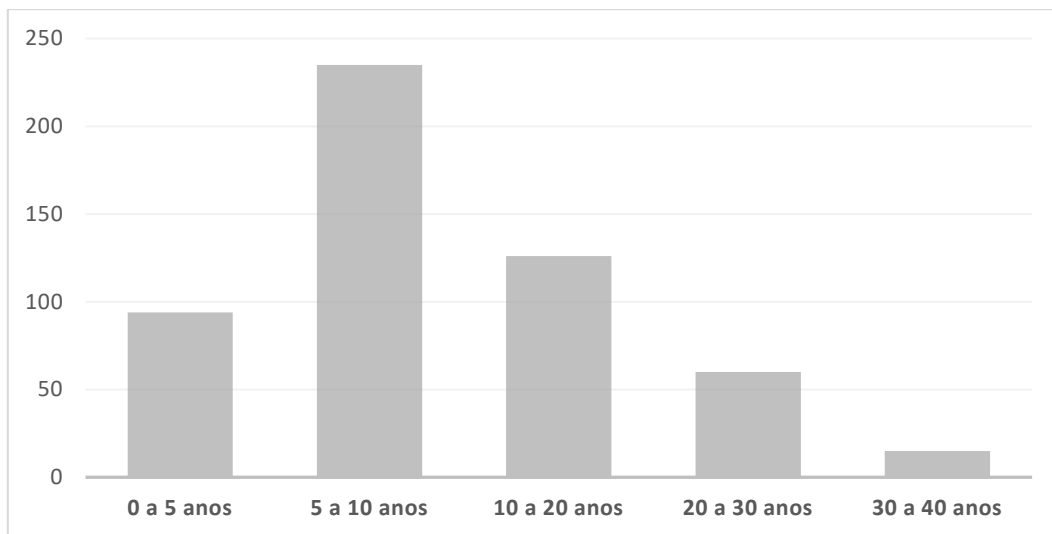
Nesse sentido, o Quadro 12 e o Gráfico 6, apresentam o número de emissões por tempo de circulação do CRI, ou seja, por quantos anos, após a emissão, o CRI continua ativo no mercado financeiro.

Quadro 3: Brasil - Tempo de circulação das emissões analisadas com dados disponíveis

Tempo de circulação das emissões	Anos
0 a 5 anos	94
5 a 10 anos	235
10 a 20 anos	126
20 a 30 anos	60
30 a 40 anos	15
Total	528

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Gráfico 6: Brasil Tempo de circulação das emissões analisadas



Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Quando analisadas as emissões de CRIs pelo tempo de circulação das mesmas no mercado financeiro, se destaca a prevalência daquelas emissões que perfazem entre 5 e 10 anos e entre 10 e 20 anos.

Quadro 4: Brasil - Número de emissões de CRIs por tempo de circulação da emissão e origem do cedente

Anos	Instituições Financeiras	Construtora	Outros	Não disponível	Total
0 a 5 anos	26	64	1	3	94
5 a 10 anos	22	202	4	7	235
10 a 20 anos	24	94	1	7	126
20 a 30 anos	24	31	0	5	60
30 a 40 anos	15	0	0	0	15
Total	111	391	6	22	530

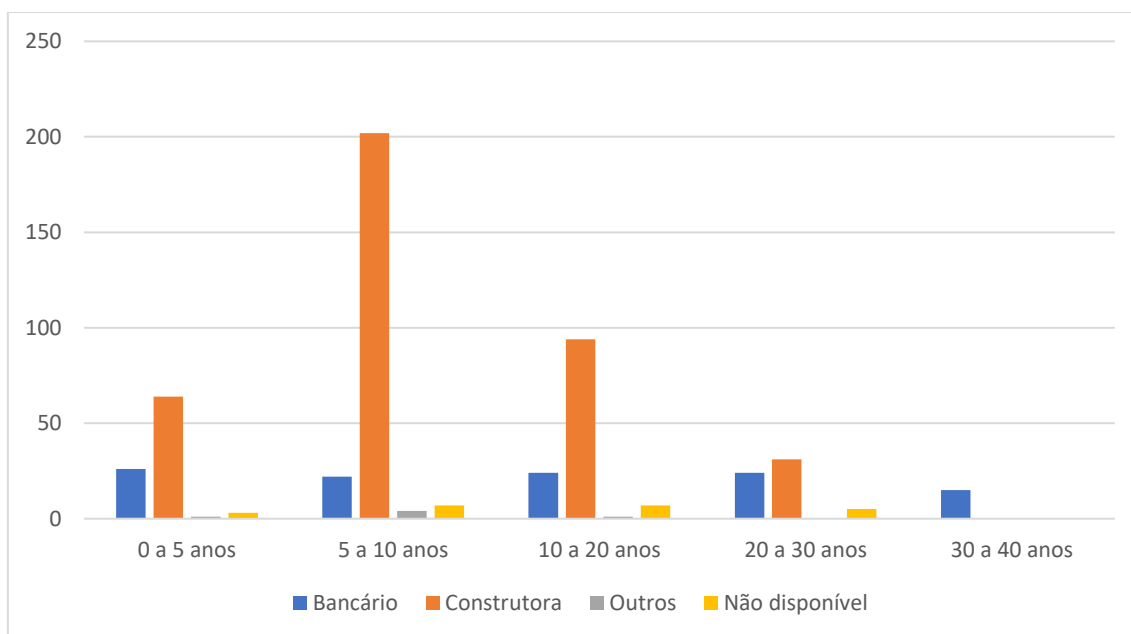
Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Quadro 5: Brasil - Porcentagem de emissões de CRIs por tempo de circulação da emissão e origem do cedente

Anos	% Instituições Financeiras	% Construtora	% Outros ¹⁸	Não disponível
0 a 5 anos	27,66%	68,10%	1%	3,20%
5 a 10 anos	9,36%	86%	1,70%	3,00%
10 a 20 anos	19,00%	74,60%	0,80%	5,55%
20 a 30 anos	40%	51,60%	0%	8,30%
30 a 40 anos	100%	0%	0%	0%

Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Gráfico 6: Brasil - Número de emissões de CRIs por tempo de circulação da emissão e origem do cedente



Fonte: Comissão de Valores Mobiliário; Organização do Autor

Quando comparadas as informações contidas no Quadro 11 e no Gráfico 5, com as informações dos Quadros 12 e 13 e do Gráfico 7, que distinguem as emissões pelo tempo de circulação e pelo tipo de originador, chamam atenção alguns pontos.

Primeiro, como as Instituições Financeiras conseguem originar emissões com diferentes tempos de circulação, desde emissões mais curtas, de menor duração, até emissões de longa duração, sendo nesse intervalo em que as instituições financeiras são

¹⁸ A classificação “outros” agrega os mais diversos agentes, nela se enquadram empresas dos mais variados ramos que realizaram a securitização de algum de seus imóveis. A exemplo: Uma empresa de transportes e logística que securitize seus galpões.

as únicas que tem emitido (emissões de 30 a 40 anos). Além disso, se identifica a concentração das emissões das construtoras e incorporadoras no recorte de emissões de 5 a 10 e de 10 a 20 anos.

Tais temporalidades diferentes, certamente, devem estar relacionadas com a ênfase maior das primeiras (as Instituições Financeiras) com o financiamento ao consumo e as segundas (as Construtoras e Incorporadoras) com a produção.

3.1.2. A dimensão empírica da securitização em análise

Após essa primeira aproximação aos dados coletados e a partir do Capítulo 1 com a apresentação da evolução dos marcos legais que regulamentam tal mercado, é possível estabelecer o cenário da securitização imobiliária no Brasil, assim como a evolução do processo. Pode-se concluir, a partir dos dados apresentados que a securitização imobiliária cresceu tanto no que tange ao número de emissões quanto nos valores securitizados

O Estado, intermediado por CEF e o FGTS, tem papel central no processo. Ele não apenas regulamenta o mercado e cria as condições ao desenvolvimento do processo como também atua ativamente na oferta de recursos que alimentam o processo de securitização. A saída da CEF do mercado de securitização, em 2016, tem um forte impacto tanto no contexto geral da securitização imobiliária, mas em especial na fração residencial do processo.

Ainda no que tange a securitização imobiliária residencial, houve uma reestruturação, em um primeiro momento com a saída da CEF que exercia uma centralidade, e em um segundo com as construtoras e incorporadoras ocupando o espaço deixado pela CEF. Entretanto, estas não conseguem atingir os mesmos patamares da CEF, visto o tamanho e capilaridade da CEF pelo território nacional.

A CEF se estrutura como o principal banco público do país no que tange ao financiamento habitacional, pois além de sua capilaridade pelo território, que a diferencia dos outros bancos que não conseguem alcançar a mesma escala de atuação, uma vez que é responsável por 70% do total de crédito destinando ao financiamento habitacional (UQBAR, 2016; 2017).

Isso se deve ao fato de que desde a dissolução do Banco Nacional da Habitação (BNH) em 1986, a CEF passou a gerir os recursos públicos destinados ao financiamento habitacional e imobiliário, em especial o FGTS e o SBPE. Dessa forma, a Caixa possui recursos financeiros e escala de atuação que a diferencia dos outros bancos e a posiciona como condutora do financiamento habitacional no país. Além disso, com o lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida:

Todo o aparato jurídico-institucional que modelou as fontes de recursos e financiamento do Programa se encarregou de colocar a CEF como agente articulador central das fontes de financiamento, sendo ela a instituição financeira responsável por gerir e operacionalizar o crédito habitacional/imobiliário previsto a partir, principalmente, dos citados fundos do SBPE e FGTS.

Portanto, a CEF é uma instituição financeira que pode ser considerada um agente estrutural no que se refere aos caminhos e possibilidades do setor imobiliário no Brasil, principalmente quando analisado do ponto de vista das “infraestruturas” de financiamentos imobiliário/habitacional. (Melazzo, et. al. p. 8).

Também, fica evidenciado, a partir dos dados, que existe uma clara distinção no tempo de circulação das emissões originadas pelas instituições financeiras e aquelas originadas pelas construtoras e incorporadoras. Essa distinção, pode ter origem no que está sendo securitizado e nos usos da securitização por parte de cada uma das cedentes (Instituições Financeiras ou Construtoras e Incorporadoras).

Se por um lado estamos analisando a securitização que tem origem em uma carteira de financiamentos com devedores pulverizados, ou seja, pessoas físicas que os consomem e cujo objetivo da operação é a antecipação de rendimentos, por outro lado, se observa como construtoras e incorporadoras buscam no mercado financeiro os recursos para o financiamento da produção de seus empreendimentos.

O que se verifica então é a presença da securitização em ambas as pontas: na produção e no consumo das habitações. Na produção por meio das construtoras e incorporadoras que vem financiando seus empreendimentos por meio da securitização, e no consumo, por meio do banco que vem antecipando o rendimento das suas carteiras de financiamento imobiliário.

Essas distinções, entre os usos da securitização pelos diversos agentes, suas lógicas e seus tempos de circulação, evidenciam a complexidade do processo e a necessidade de entendimento tanto da dimensão teórica, quanto das dimensões histórica e técnica da securitização imobiliária.

Também, essa lógica dual da securitização imobiliária (presente na produção e consumo) levantou a hipótese da possibilidade de uma redundância, duplicidade na securitização imobiliária, ou seja, a securitização do empreendimento durante a produção, por meio da incorporadora e no momento do consumo, aquisição do terreno e e/ou imóvel em uma possível securitização do crédito concedido pelo banco. Tal hipótese será investigada ao analisarmos a dimensão espacial dos dados.

Por fim, a compreensão de que o processo de securitização se prolonga no tempo, visto que os CRIs continuam a circular por vários anos, implica na necessidade de pensar não apenas no momento da emissão, mas no tempo de circulação e como esse processo se acumula no espaço, transformando, paulatinamente, as cidades em plataformas de rentabilidade, como propõe Barcella (2023).

3.2. – Dimensão espacial da securitização imobiliária

Apresentados os dados quantitativos das emissões de CRIs coletadas e analisadas, o presente subcapítulo tem como objetivo analisar a dimensão espacial da securitização imobiliária residencial no Brasil e como a mesma captura e se acumula no e sobre o território nacional.

Tal como expresso anteriormente, a securitização imobiliária é um dos instrumentos do processo de dominância financeira sobre os demais setores produtivos e que convencionou-se chamar de financeirização. Dessa forma, a análise da securitização, permite, dentre outras coisas, analisar em que medida se encontra a captura do espaço e do território pelas finanças e como as lógicas próprias do financeiro, passam a ser adotadas pelos agentes de produção do espaço urbano. A análise da securitização permite evidenciar os nexos entre um mercado tão abstrato quanto o das finanças com algo concreto e palpável, como o mercado imobiliário.

Assim, evidenciam-se relações que são pouco visíveis, mas que são essenciais para pensarmos a produção do espaço urbano no capitalismo financeirizado. Tal como já alertava Monbeig (2019 [1957]) ao analisar as relações entre capital e espaço:

Acontece algumas vezes que um dos fatores, cuja ação combinada com a de outros contribui para a formação de uma paisagem, não aparece diretamente, ou nela não se mostra com clareza. Nem por isso tal fator

deixa de exercer um papel suficiente para que se possa negar-lhe uma atividade geográfica, que convém estudar, tanto quanto as outras. (Monbeig, 2019. p. 71)

Acerca disso, também, vale citar as contribuições de Contel (2016), que retoma o debate da Geografia Financeira, seus principais autores nas escolas francesa e brasileira de Geografia. O autor destaca como as relações entre espaço e capital financeiro são antigas, espacialmente desiguais e como vão se complexificando ao longo do tempo, a partir da inclusão de técnicas e instrumentos pelo capital financeiro, tal como os que analisamos, os CRIs.

Nesse sentido, vale destacar a importância da compreensão do meio técnico-científico-informacional (Santos, 2006) e da desigualdade regional de acesso a esse meio e esses instrumentos. Tal evidência contribui para o entendimento e análise espacial dos CRIs, a partir da compreensão da desigualdade no acesso ao meio necessário para emissão e estruturação de operações de securitização.

Mais ainda, desigualdade regional essa que deve ser entendida também, a partir das localizações dos equipamentos financeiros e dos centros de controle financeiro sobre o território (Cordeiro 1986/1987, 1991; Correa, 2006).

Também, a partir da análise da legislação destacada no Capítulo um, que a disseminação e avanço da securitização se dá a partir dos limites legais e institucionais do processo e com isso, verifica-se que a securitização tem como limites o território (Souza, 2019).

Isso posto, pretende-se com a produção cartográfica evidenciar a extensão do processo, sua dimensão espacial e os nexos entre esses dois mercados tão distintos, através de um complexo instrumento do mercado financeiro, pouco visível e que vem se tornando essencial para compreensão da produção do espaço urbano, em especial no que tange ao financiamento da produção.

O primeiro conjunto de mapas apresenta a localização e a quantidade de imóveis residenciais securitizados por ano. Como já explicitado anteriormente, não temos acessos aos imóveis dados como lastro para as operações da CEF de 2012 e 2013. Dessa forma, não foi possível incluir esses imóveis nos mapas produzidos.

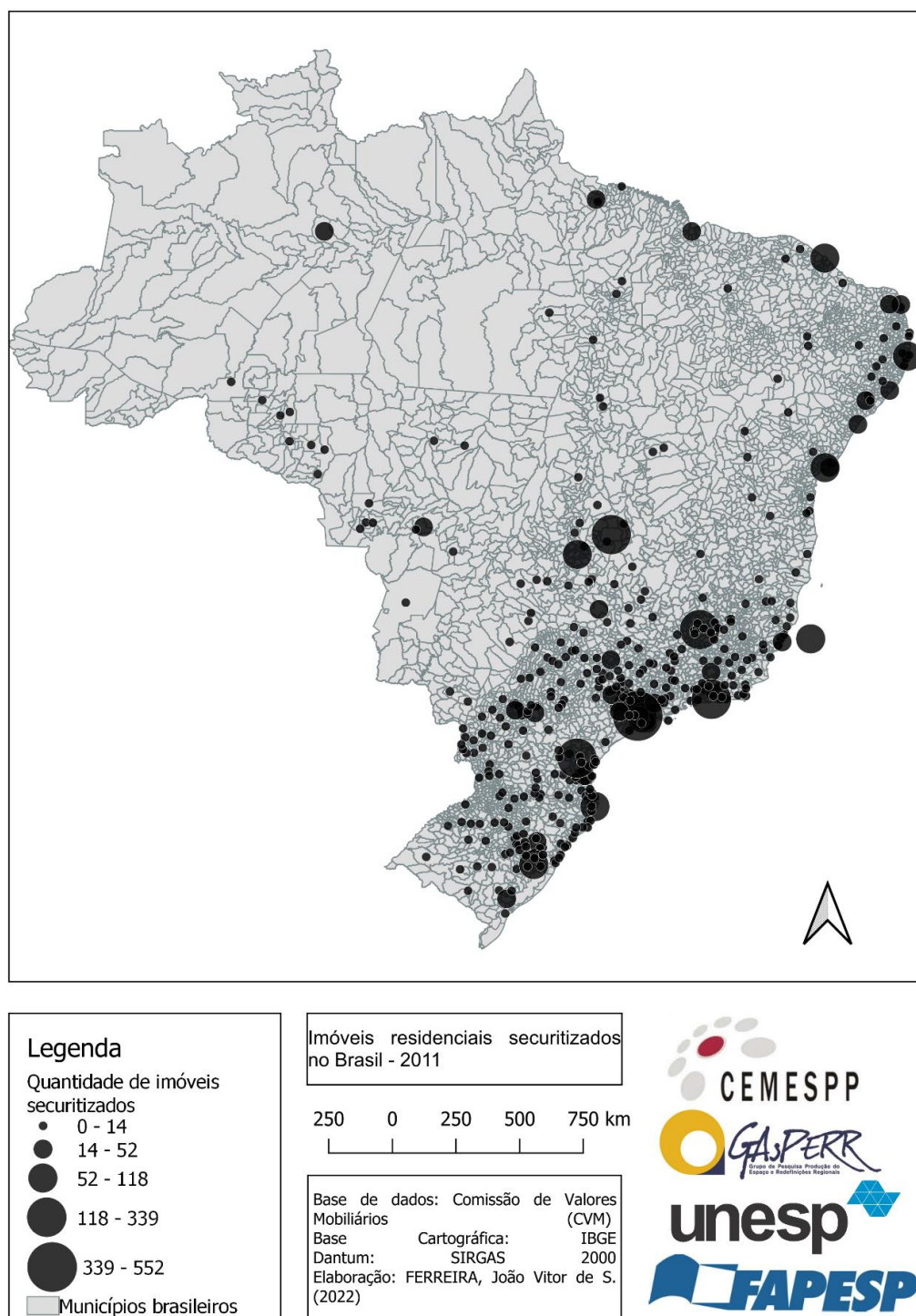
O segundo conjunto de mapas analisa a capilaridade do processo, apresentando os municípios que contém (ou contiveram) imóveis securitizados ao longo do período analisado. Já o terceiro conjunto de mapas analisa a dispersão dos CRIs a partir da rede urbana, utilizando como subsídio o trabalho de Scherer e Amaral (2020).

Já o último conjunto de mapas apresenta os imóveis securitizados em Marabá – PA e Presidente Prudente – SP, municípios sobre o qual se debruçou para analisar a hipótese levantada sobre a duplicidade da securitização de um mesmo imóvel.

A análise dos mapas ao qual nos dedicaremos na sequência pretende ser uma aproximação à dimensão espacial do processo para, ao final, elaborar uma análise que privilegie a análise do conjunto dos mapas apresentados.

O Mapa 1, a seguir, apresenta os imóveis residenciais securitizados no Brasil em 2011. Vale destacar que a série histórica analisada tem início em 2011 e contém os dados da segunda emissão de CRIs da CEF, realizada após o hiato de nove anos da primeira emissão, de 2002.

Mapa 1: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2011

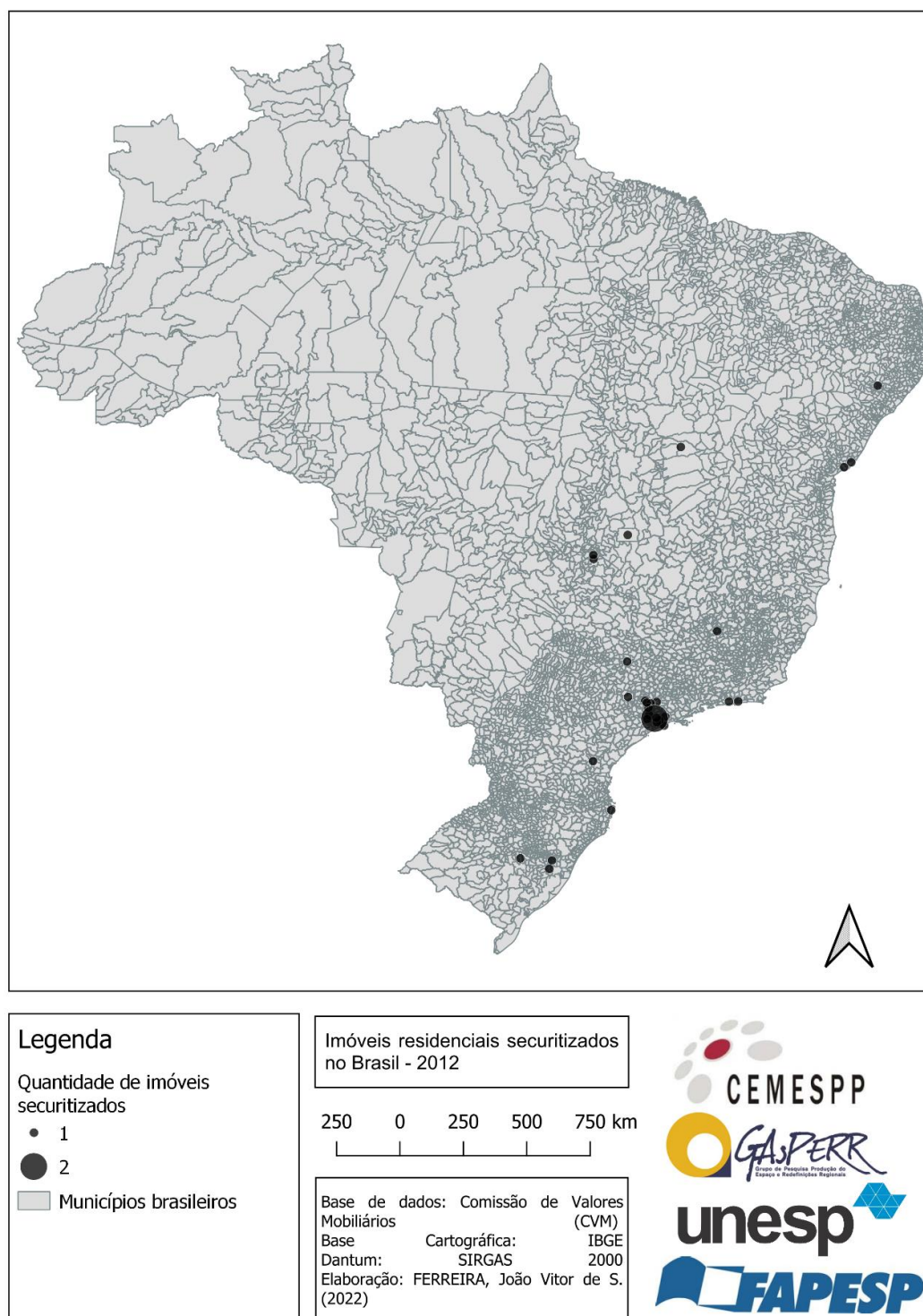


A análise do Mapa 1, que apresenta a totalidade da quantidade de imóveis residenciais securitizados no país, indica uma concentração desses instrumentos nas principais capitais do país, assim como no eixo centro-sul. Também, chama a atenção a

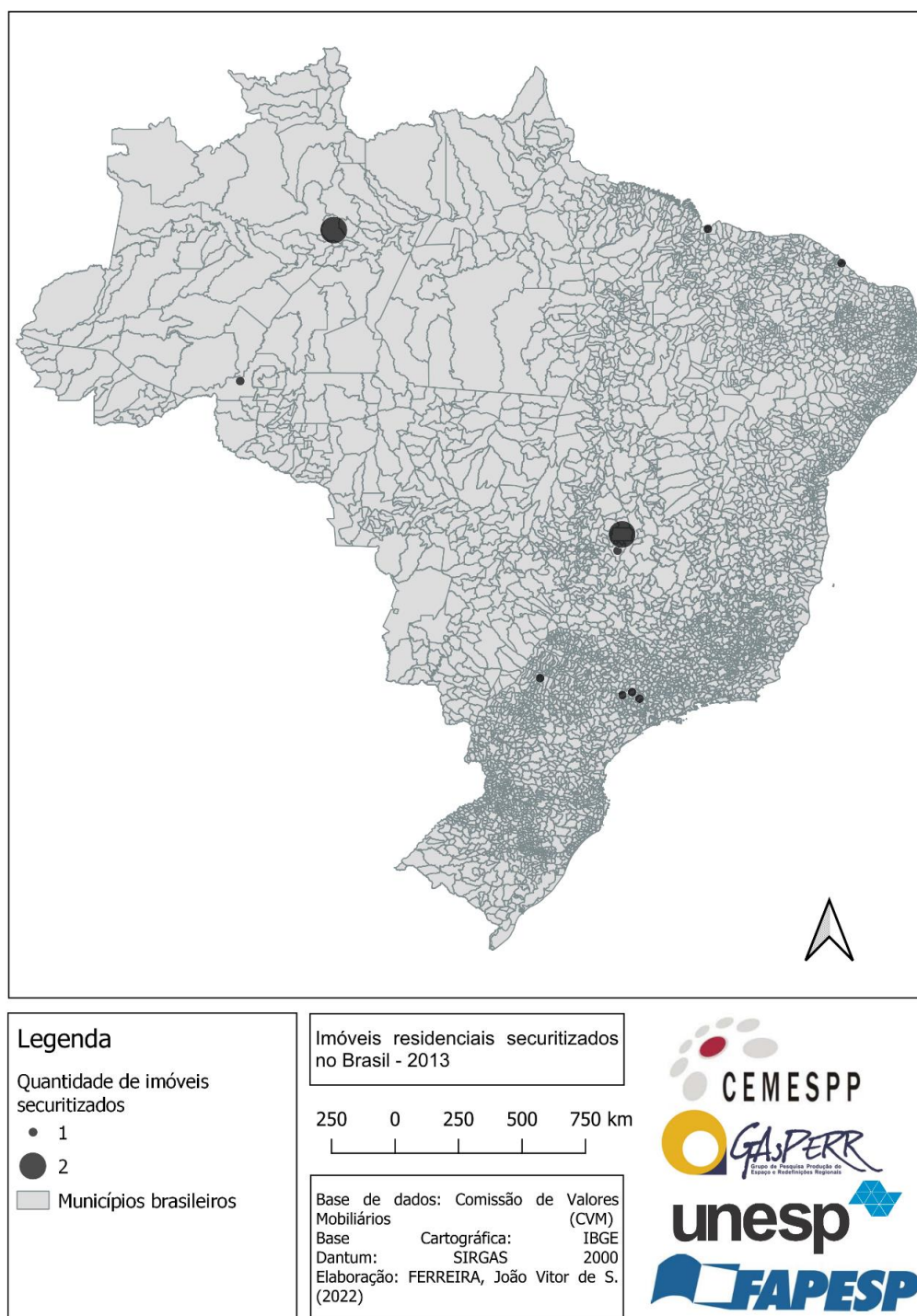
concentração de imóveis securitizados nas capitais do Nordeste e a quase inexistência de imóveis securitizados na região Norte do Brasil.

Os mapas 2 e 3 a seguir apresentam os imóveis residenciais securitizados no Brasil nos anos de 2012 e 2013.

Mapa 2: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2012



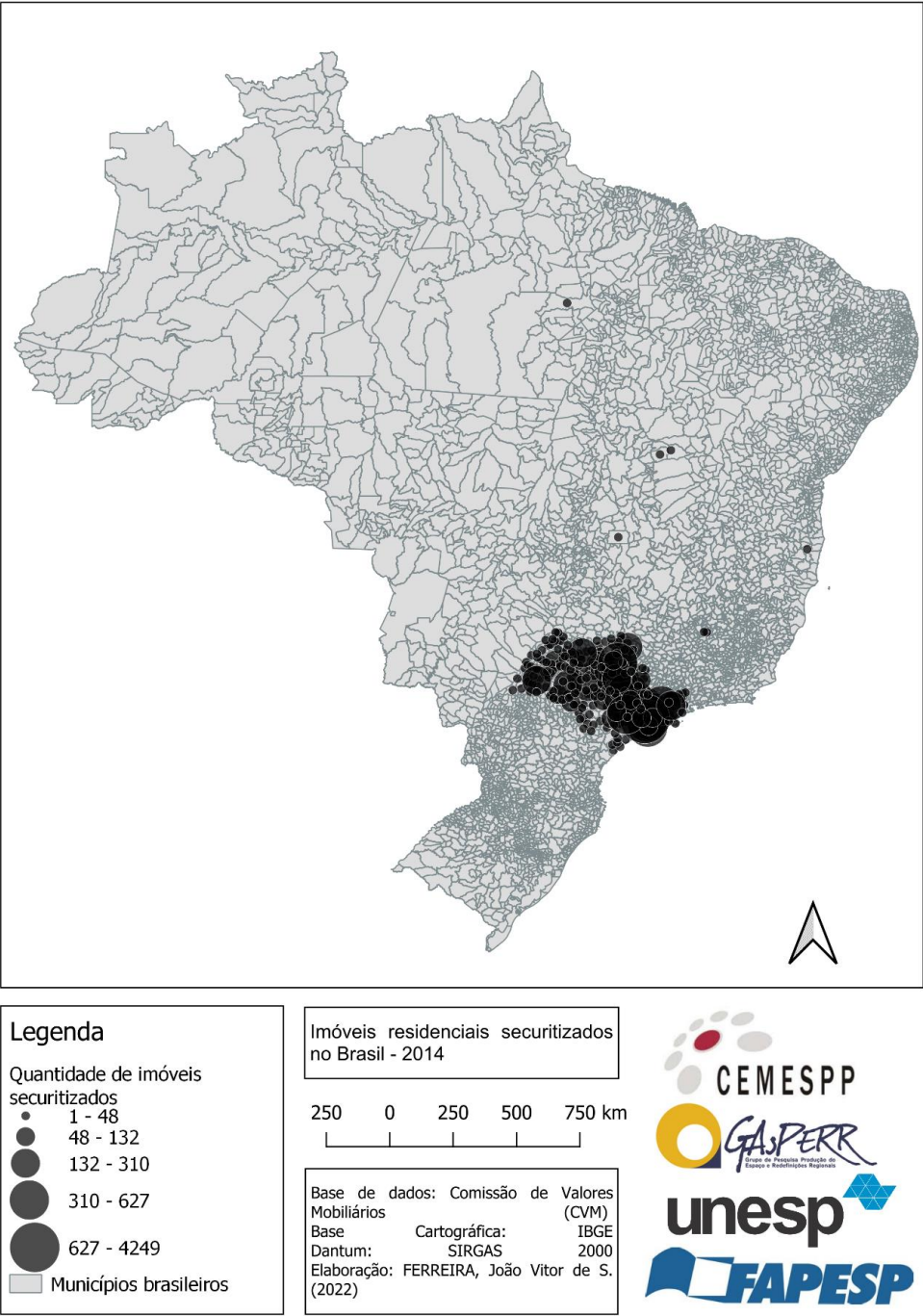
Mapa 3: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2013



A análise dos Mapa 2 e 3, em conjunto, apresenta os imóveis residenciais securitizados no país em 2012 e 2013. Merece destaque a diminuta quantidade de imóveis securitizados, visto a não disponibilidade dos dados de imóveis securitizados pela CEF. Tal evidência nos leva a considerar a importância do banco público na disseminação e

viabilização de tal mercado nesse período inicial da securitização residencial no Brasil. Além disso, a baixa quantidade de imóveis securitizados condiz com o segundo momento destacado no Capítulo 1, em que a securitização imobiliária residencial era capitaneada pela CEF.

Mapa 4: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2014



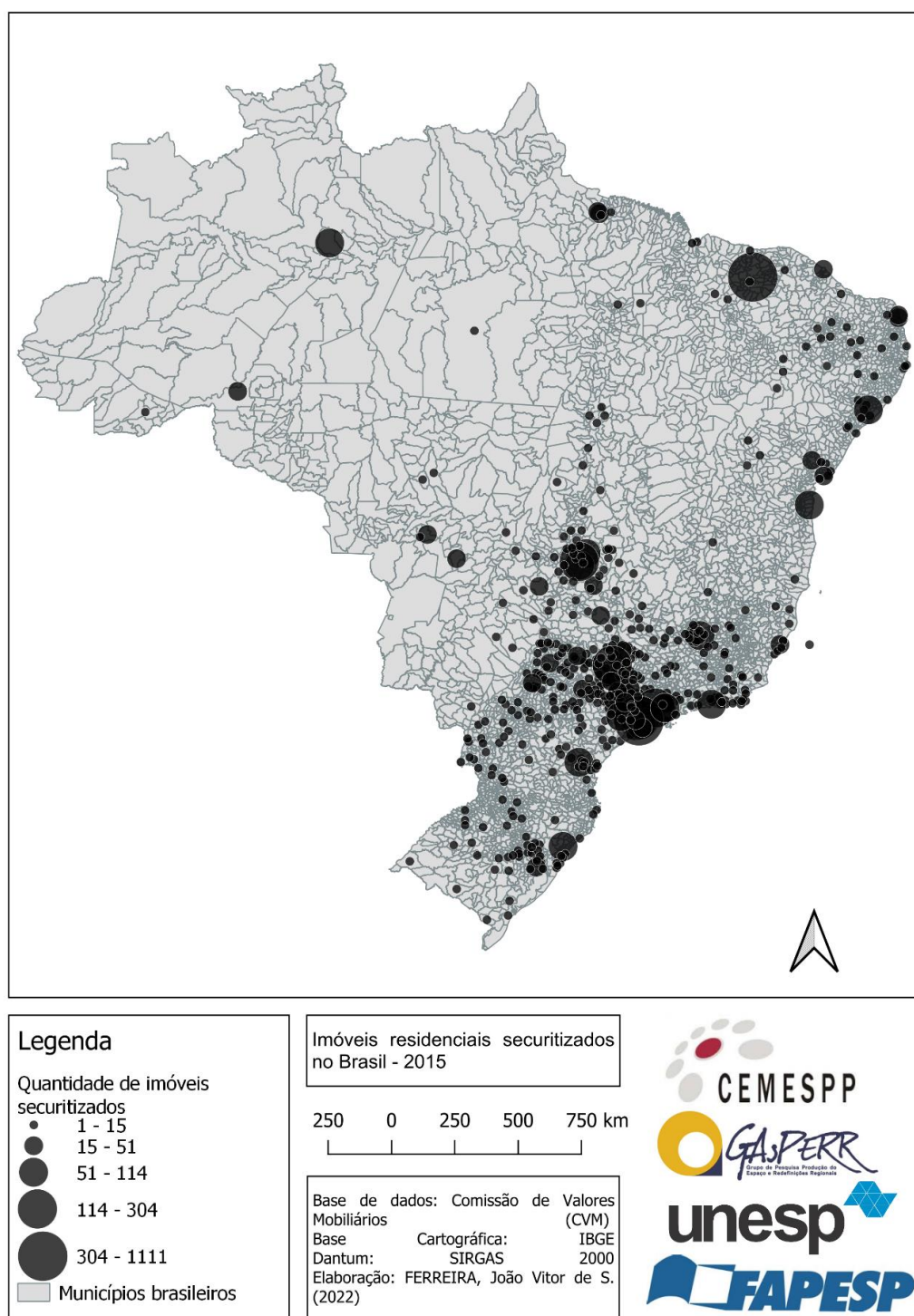
O Mapa 4 merece destaque na análise, pois o mesmo apresenta uma emissão da CEF que contém apenas imóveis securitizados no estado de São Paulo. Tal emissão evidencia a capilaridade da CEF nas pequenas e médias cidades, assim como o tamanho da carteira de crédito e financiamentos que o banco possui, sendo capaz de estruturar uma emissão com alguns milhares de imóveis apenas em um estado do país.

Também, a restrição espacial da emissão ao Estado de São Paulo permite analisar a disseminação desse instrumento pelo território pelo demais agentes, verificando-se o baixo volume de imóveis securitizados pelos demais agentes e a centralidade da CEF no processo.

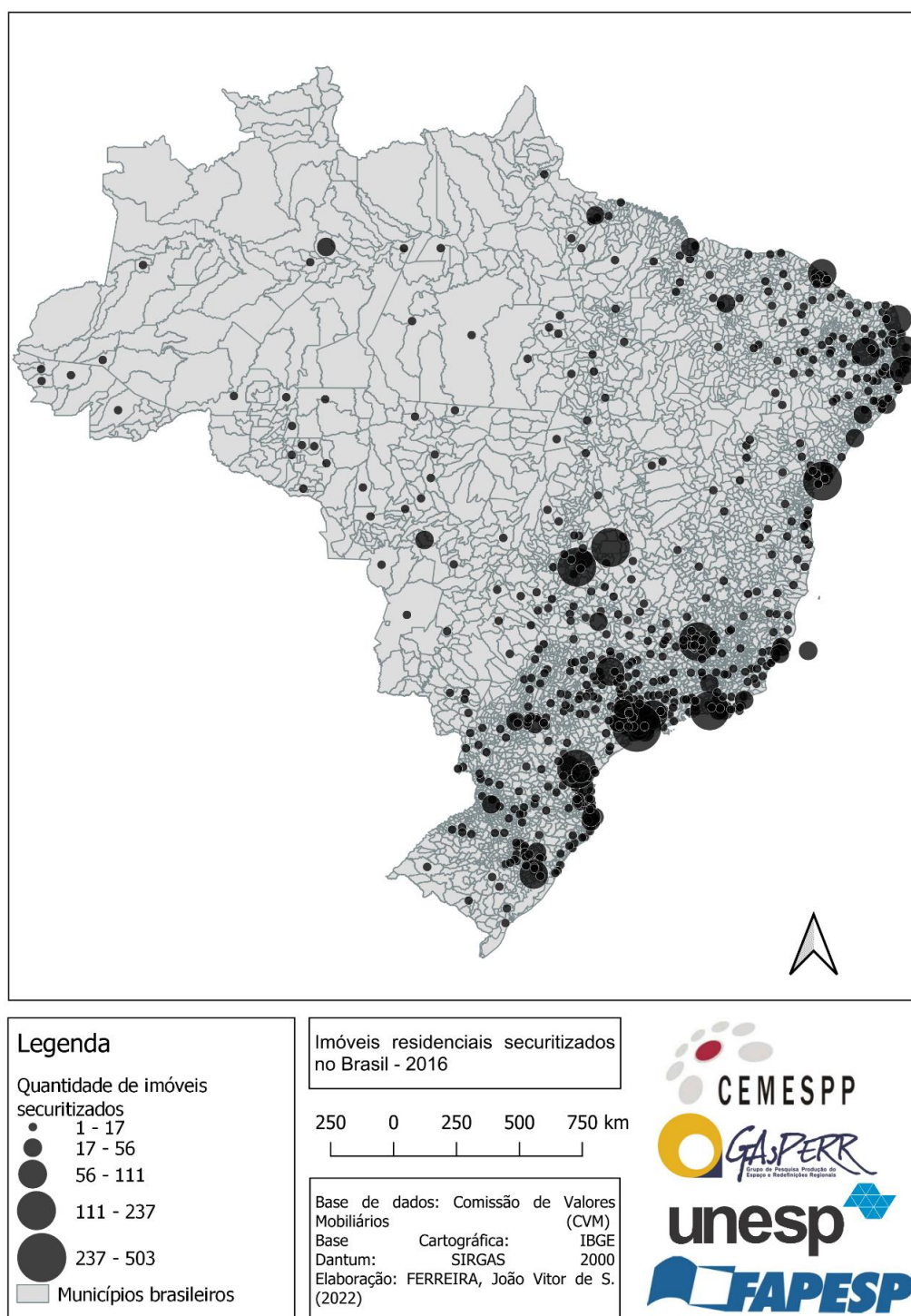
Em relação ao Mapa 5, a seguir, que apresenta os imóveis residenciais securitizados no Brasil em 2015, chama atenção pelo expressivo aumento do volume securitizado, quando comparados aos anos que não apresentam emissões da CEF, mas também, pela maior dispersão dos CRIs pelo território mesmo, quando comparado ao ano de 2011, que apresenta CRIs da CEF.

Destaca-se, também, que, mesmo com a presença da CEF, os CRIs seguem concentrados na porção centro-sul do país e com baixa concentração nas regiões Norte, Centro-oeste e Nordeste, com exceção das capitais estaduais e do litoral nordestino.

Mapa 5: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2015



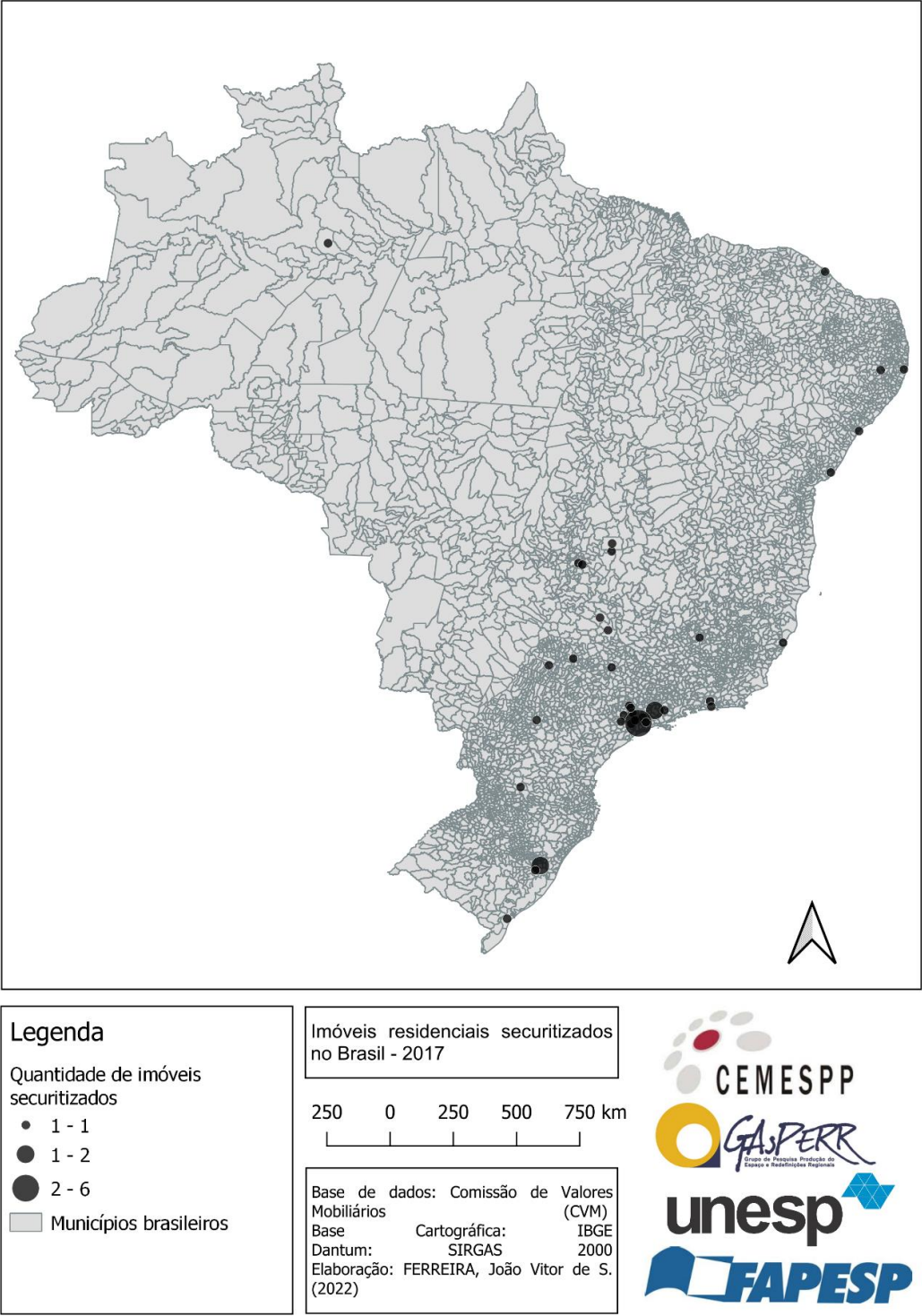
Mapa 6: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2016



Uma análise do Mapa 6, que apresenta os imóveis residenciais securitizados no Brasil, possibilita verificar a continuação da tendência identificada no Mapa 5, de dispersão do processo de securitização, com a maior captura do território e da rede urbana brasileira, em especial das regiões Norte, Centro-Oeste e Nordeste, capitaneado pela CEF.

Nota-se que o processo de captura da rede urbana ocorre não apenas pela simples disseminação espacial, mas também pela presença no interior dos estados e por cidades de diferentes estratos na rede urbana.

Mapa 7: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2017

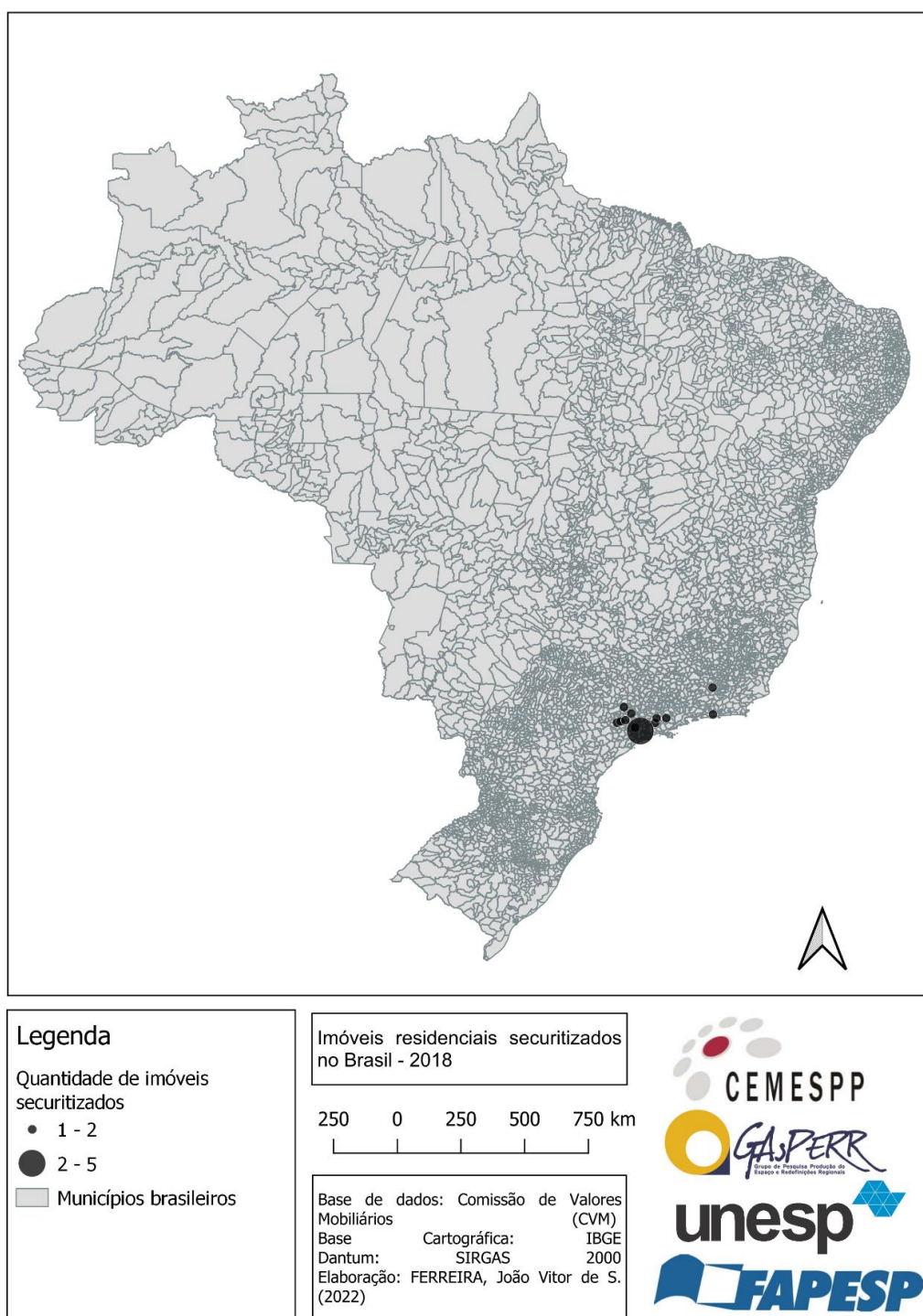


O Mapa 7 apresenta um novo momento da securitização imobiliária nacional, de reestruturação do mercado em decorrência da saída da CEF, que havia sido o agente central do processo até o dado momento.

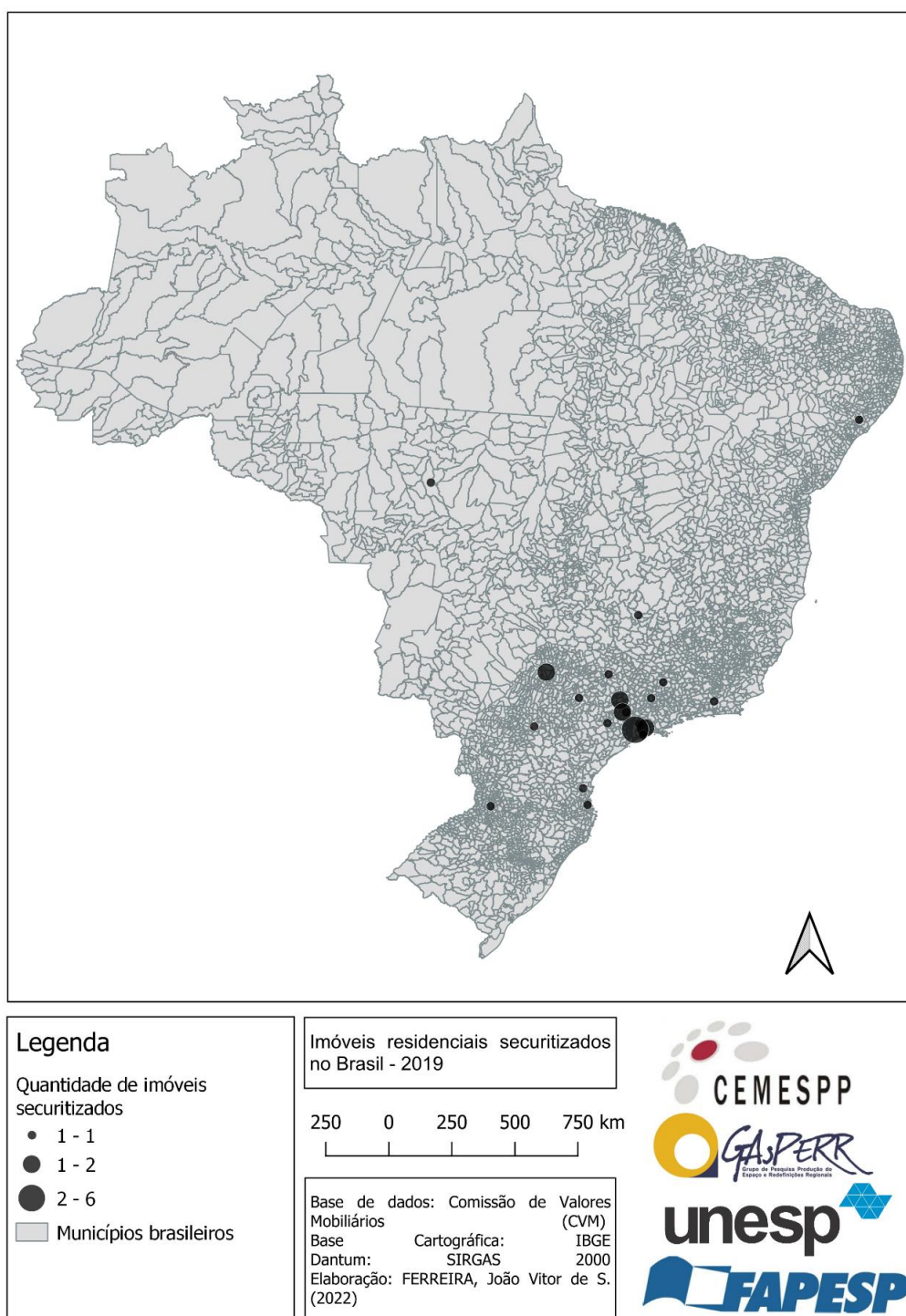
A análise do Mapa 7 destaca a Região Metropolitana de São Paulo e a concentração de imóveis securitizados, porém, em volume reduzido quando comparado as emissões anteriores. Também, destaca-se a interiorização do processo. Mesmo em diminuta quantidade, a presença desses instrumentos para além das principais capitais, denota a sua dispersão e adoção pelos diferentes agentes.

No que se refere ao Mapa 8, a seguir, chama atenção a relativa reconcentração e retração do processo, com destaque para a Região Metropolitana de São Paulo e as cidades próximas à capital estadual. Novamente, o acesso aos centros de controle financeiros e estruturas necessárias a realização das operações de securitização aparenta facilitar a adoção desses instrumentos pelos agentes imobiliários.

Mapa 8: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2018

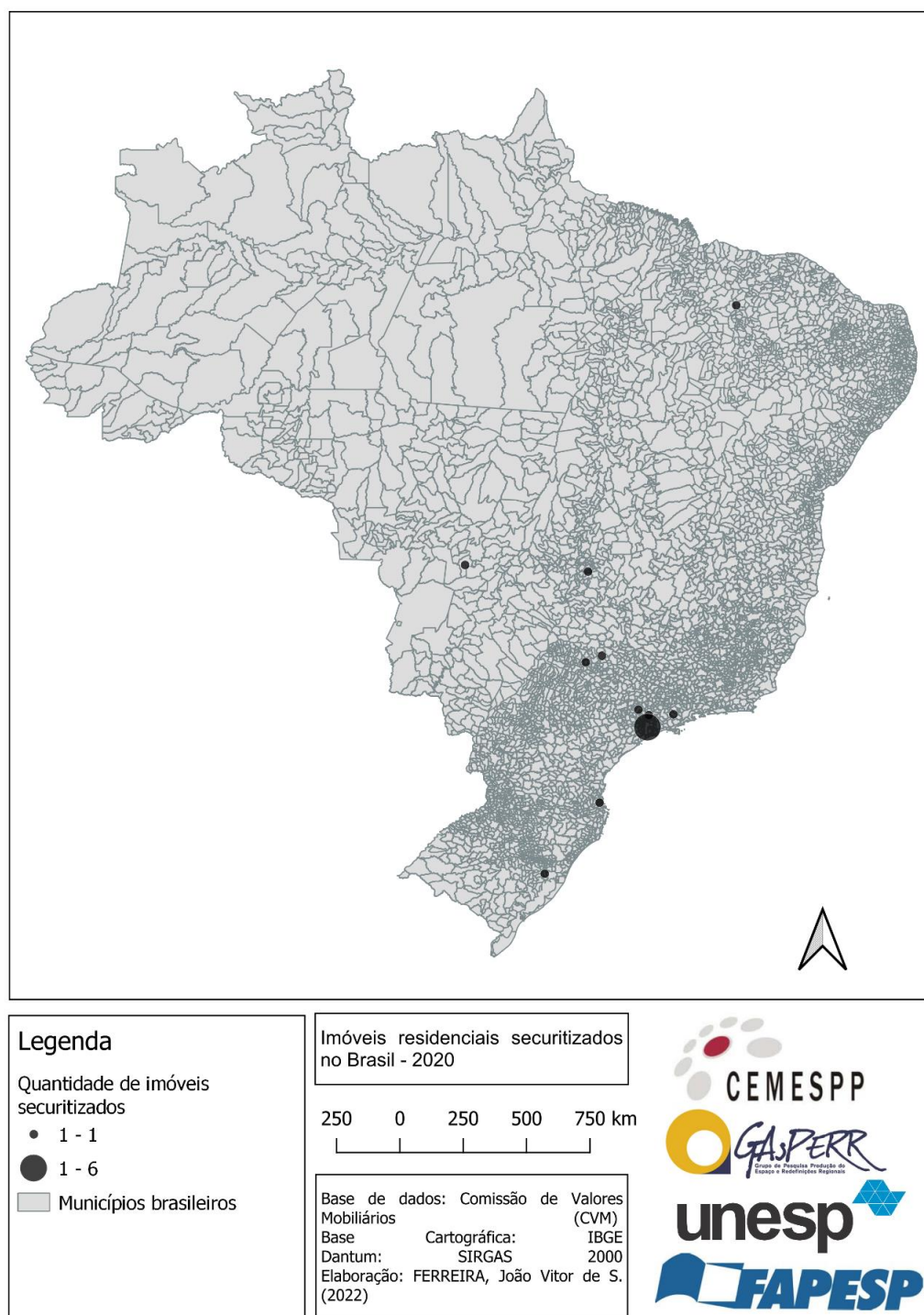


Mapa 9: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2019



A análise do Mapa 9 possibilita destacar um relativo aumento e dispersão, quando comparado ao Mapa 8, sobretudo para o Estado de São Paulo, que apresenta a maior concentração de imóveis residenciais securitizados, tanto na região metropolitana, quanto no interior do estado.

Mapa 10: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados - 2020



O Mapa 10 apresenta os imóveis residenciais securitizados no Brasil em 2020, chamando a atenção, em uma primeira aproximação, pela retração da quantidade de imóveis quando considerado o ano de 2019. Entretanto, vale ressaltar que o ano de 2020

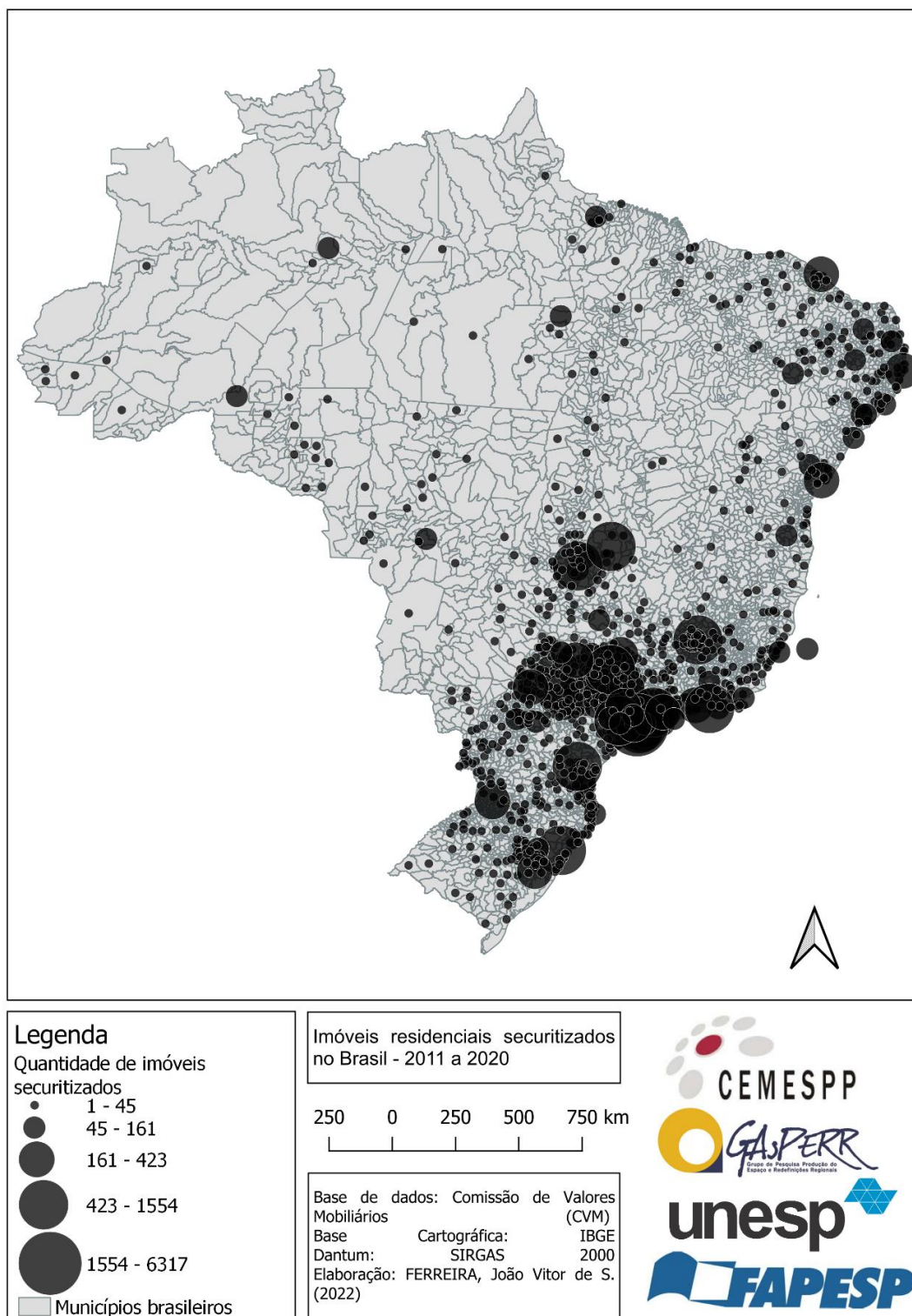
foi marcado pela pandemia de Covid-19, que resultou em grandes impactos na economia global.

Além disso, por se tratar do período em que a securitização é capitaneada pelas construtoras e incorporadoras, como já denotado pelos dados apresentados anteriormente, e pelo fato das emissões realizadas por essas empresas serem da produção imobiliária, é esperado a retração da emissão de tais produtos financeiros, visto os riscos e as incertezas da produção imobiliária em um cenário de pandemia.

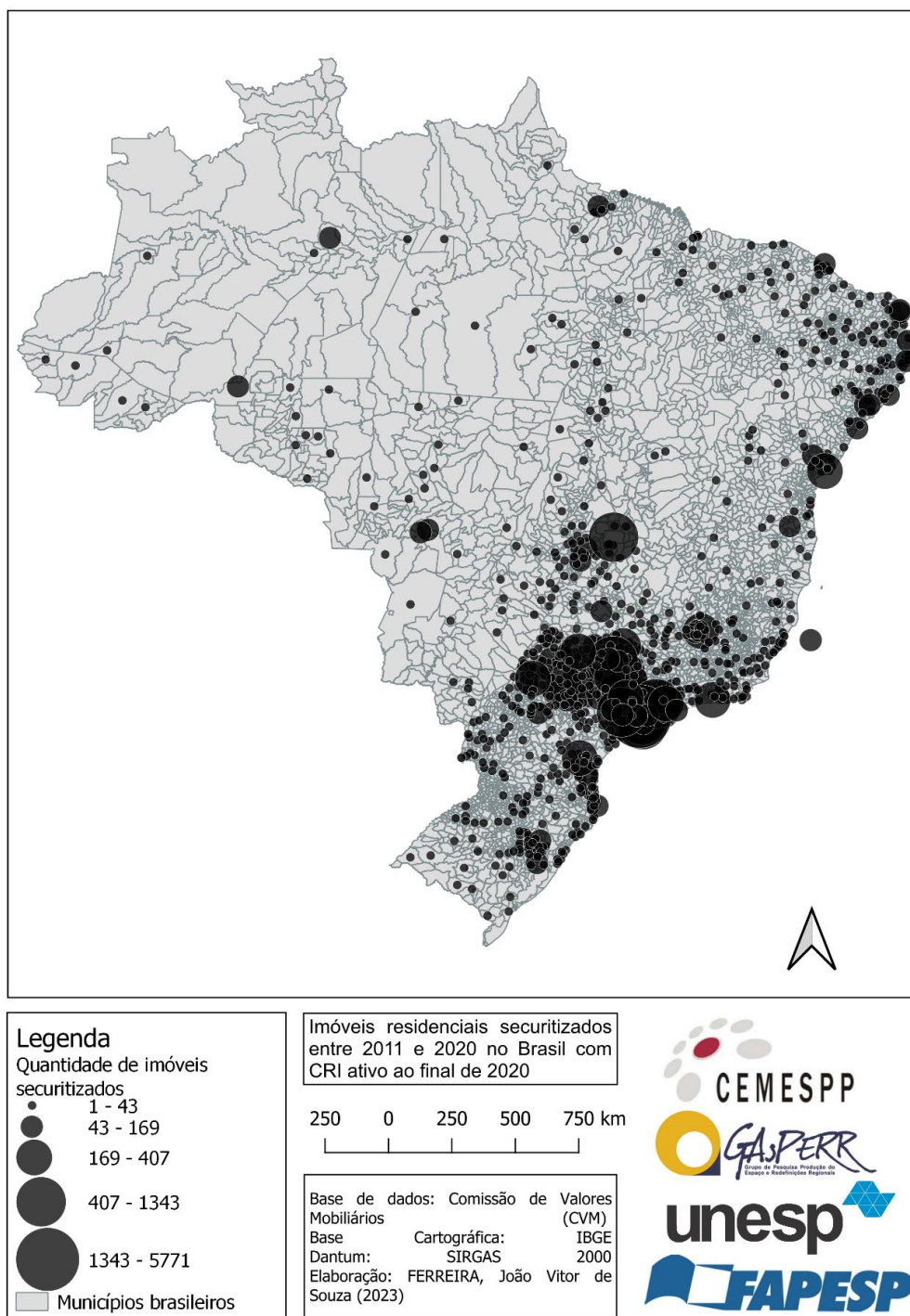
A análise desse primeiro conjunto de mapas, que apresenta as emissões de imóveis residenciais securitizados por ano, chama atenção, primeiro pela importância da CEF no primeiro momento demarcado pelos mapas. Segundo, os mapas chamam a atenção, mesmo quando desconsideradas os anos que apresentam as emissões da CEF pela dispersão territorial da securitização imobiliária, que já não se encontra restrita às capitais do centro-sul do país, tendo alcançado o interior desses estados, assim como as regiões Norte e Centro-Oeste.

O Mapa 11, a seguir, apresenta a quantidade total dos imóveis residenciais securitizados no Brasil durante o período analisados, ou seja, de 2011 a 2020, enquanto o Mapa 12 apresenta a quantidade de imóveis residenciais securitizados no período analisado e que se encontram ativo ao final do ano de 2020. Assim, é possível verificar a permanência desse instrumento pelo território e como o mesmo se acumula no espaço-tempo.

Mapa 11: Brasil - Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados 2011 a 2020



Mapa 12: Brasil - Quantidade de imóveis residenciais securitizados no período analisado em atividade ao final de 2020



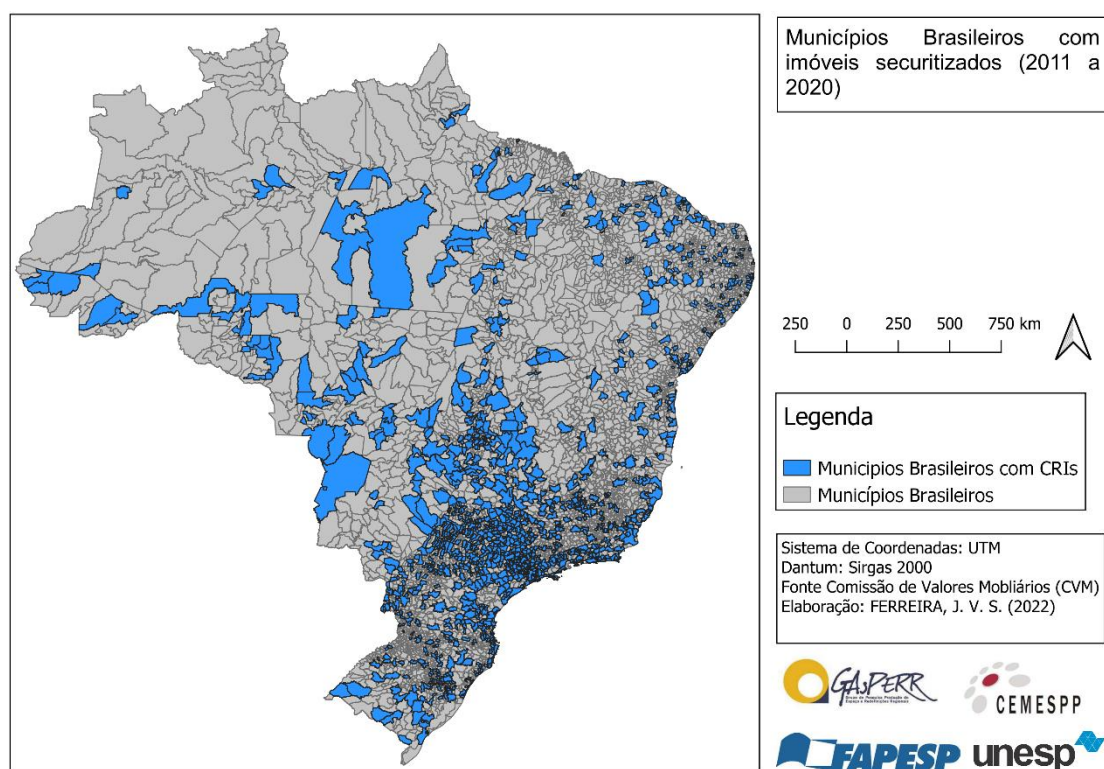
A análise dos Mapas 11 e 12, em conjunto, revelam o expressivo volume de CRIs emitidos no período e a dispersão desses instrumentos pelo território. Além disso, a identificação de que os CRIs continuam a circular por anos após a emissão nos recorda

da importância de pensar o processo, não apenas no momento da análise, mas também a partir do produto do acúmulo desses instrumentos no território ao longo do tempo.

Nesse sentido, o Mapa 12, destaca os CRIs que se encontravam ativos ao final do período analisado, ou seja, ao final de 2020. Assim, verifica-se a necessidade de analisar a securitização para além de emissões individuais, mas também a partir do conjunto das emissões ao longo do tempo.

O Mapa 13 identifica todos municípios brasileiros que tiveram imóveis residenciais securitizados durante o período analisado.

Mapa 13: Brasil - Municípios com imóveis residenciais securitizados - 2011 a 2020

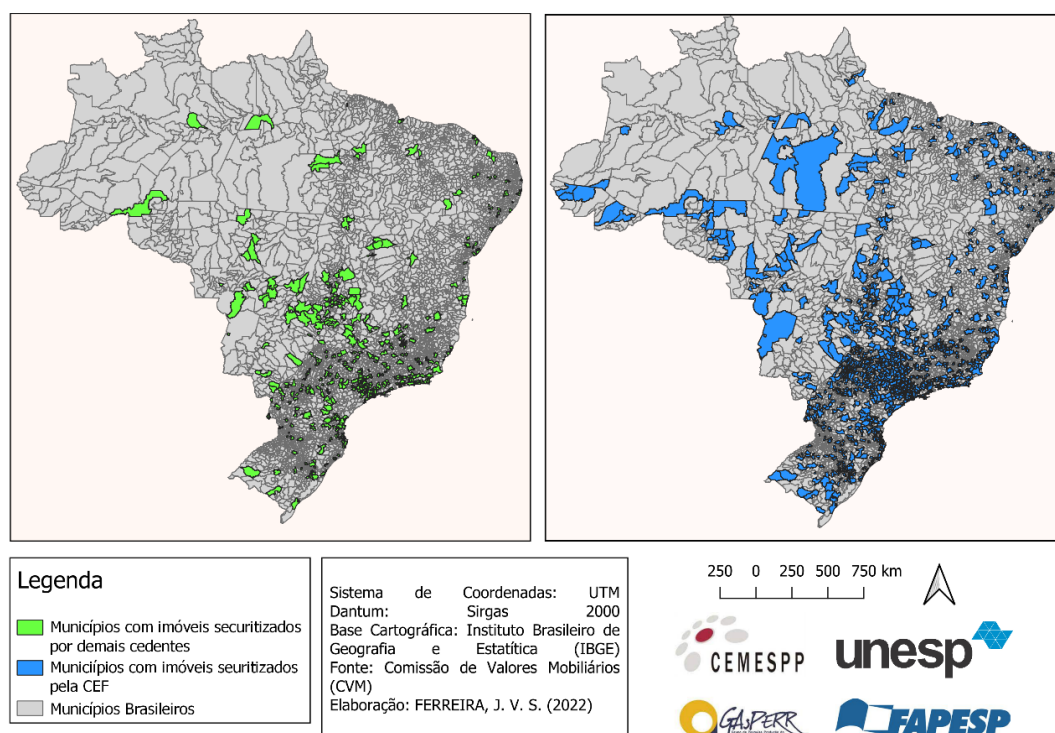


A análise do Mapa 13 evidencia como a captura do território por esses instrumentos, apesar de cada vez mais dispersos, ocorre de forma extremamente desigual. Ou seja, por mais que esse processo encontra-se cada vez mais difundido, o mesmo continua afeito as antigas e já existentes estruturas da rede e estrutura urbana.

Neste sentido, vale questionar os motivos da não captura, ou da não presença desses instrumentos de forma generalizada pelo território. O Mapa 14, a seguir, apresenta a diferença na capilaridade dentre a atuação da CEF e dos demais agentes cedentes de crédito à securitização residencial no país. É possível verificar a diferença da escala de

atuação dos agentes envolvidos na securitização imobiliária, distinguindo a área de atuação da CEF e dos demais cedentes de crédito imobiliário à securitização.

Mapa 14: Municípios brasileiros com imóveis residenciais securitizados pela CEF e municípios brasileiros securitizados pelos demais cedentes – 2011 a 2020



A análise do Mapa 14 chama a atenção pela diferença da capacidade de atuação da CEF frente aos demais agentes envolvidos na securitização imobiliária. A diferença de área de atuação se dá pela extrema capilaridade da CEF como agente estrutural do financiamento imobiliário nacional (Barcella, 2023), tendo assim, a capacidade de reunir financiamentos imobiliários distintos de todo o país em uma mesma emissão. Além disso, a análise da área de atuação dos demais cedentes evidencia que, mesmo restrita, em comparação à CEF, a securitização vem passando por um processo de dispersão territorial.

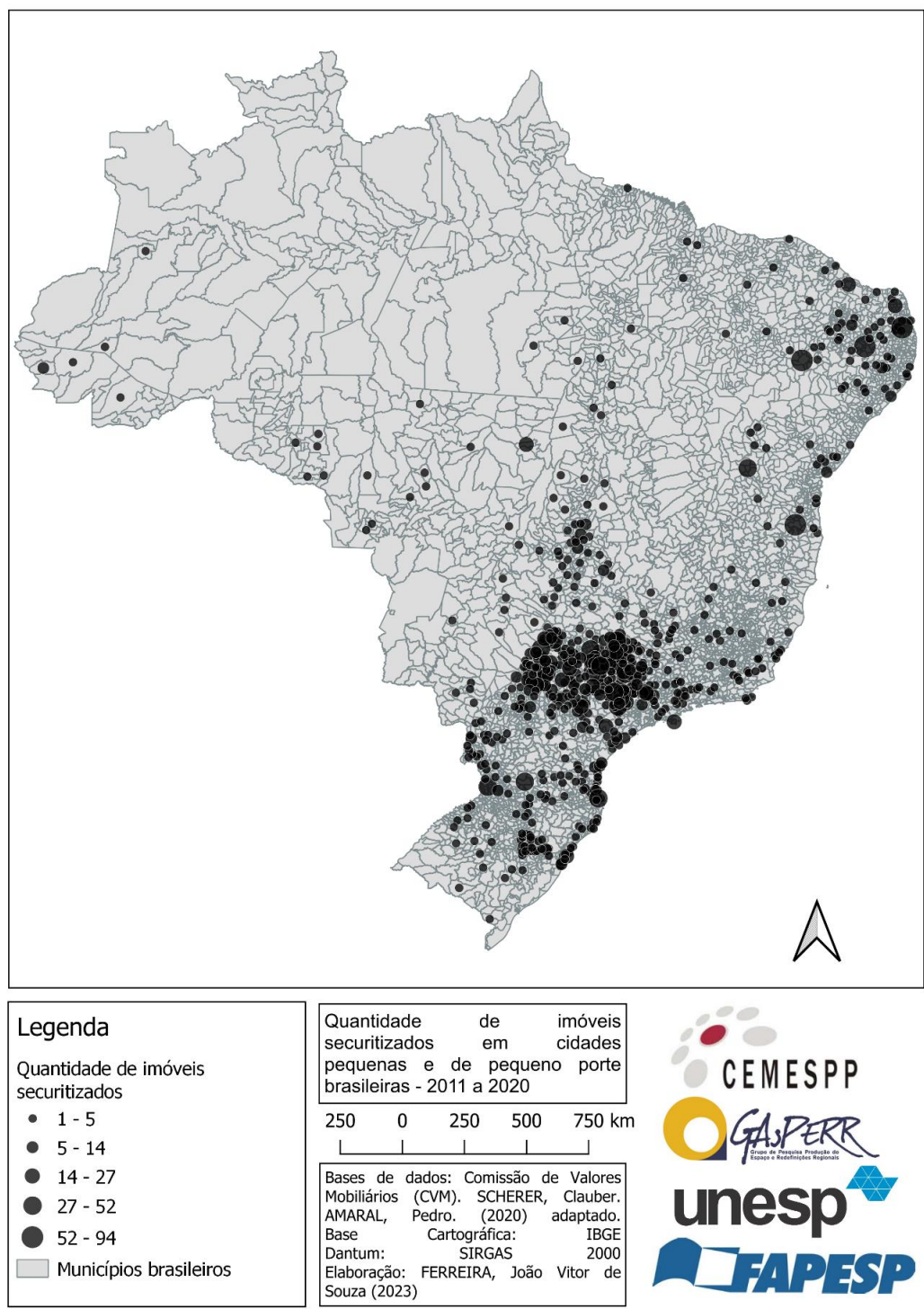
Também, a análise da atuação de ambos, tanto da CEF quanto dos demais agentes cedentes, nos leva a questionar os motivos da não existência desses instrumentos em determinadas porções do território. Dessa forma, tal evidência reitera a importância de pensar a financeirização a partir de múltiplas escalas (Mendez, 2018), considerando as estruturas e a rede urbana já existente.

Os mapas a seguir apresentam os imóveis securitizados no período de 2011 a 2020, distinguindo-os pelo estrato da rede urbana em que se encontram. Para tanto, se utilizou do já supracitado trabalho de Scherer e Amaral (2020).

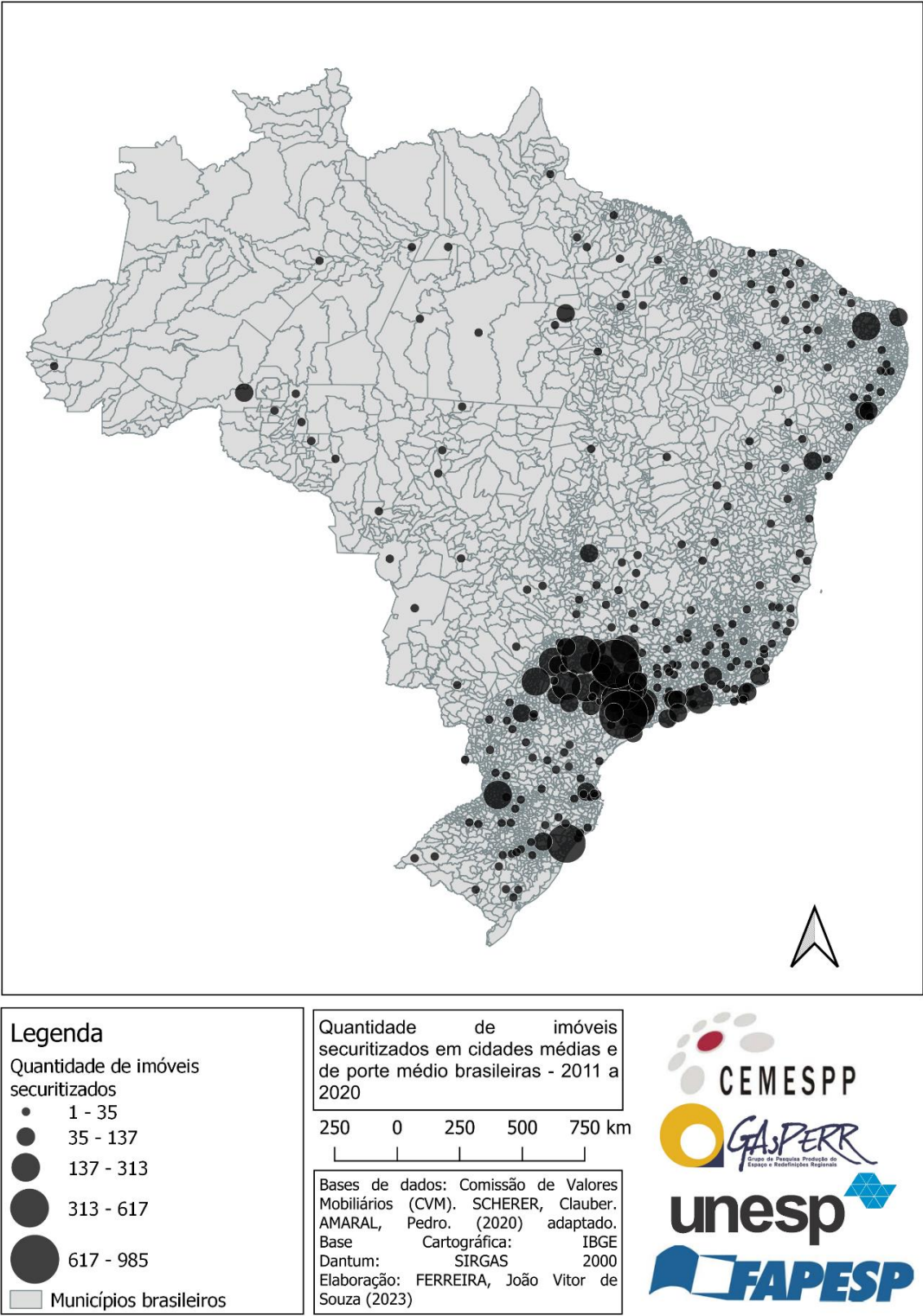
A partir da classificação do referido trabalho, foram elaborados três mapas, evidenciando a presença e a quantidade de imóveis securitizados em cidades pequenas, cidades médias e de porte médio, e cidades grandes e metrópoles, durante o período analisado, entre 2011 e 2020.

Os mapas permitem analisar não apenas a dimensão espacial do processo, mas também em que medida a securitização imobiliária consegue alcançar os diferentes estratos da estrutura urbana e como esse alcance se dá nas redes urbanas regionais.

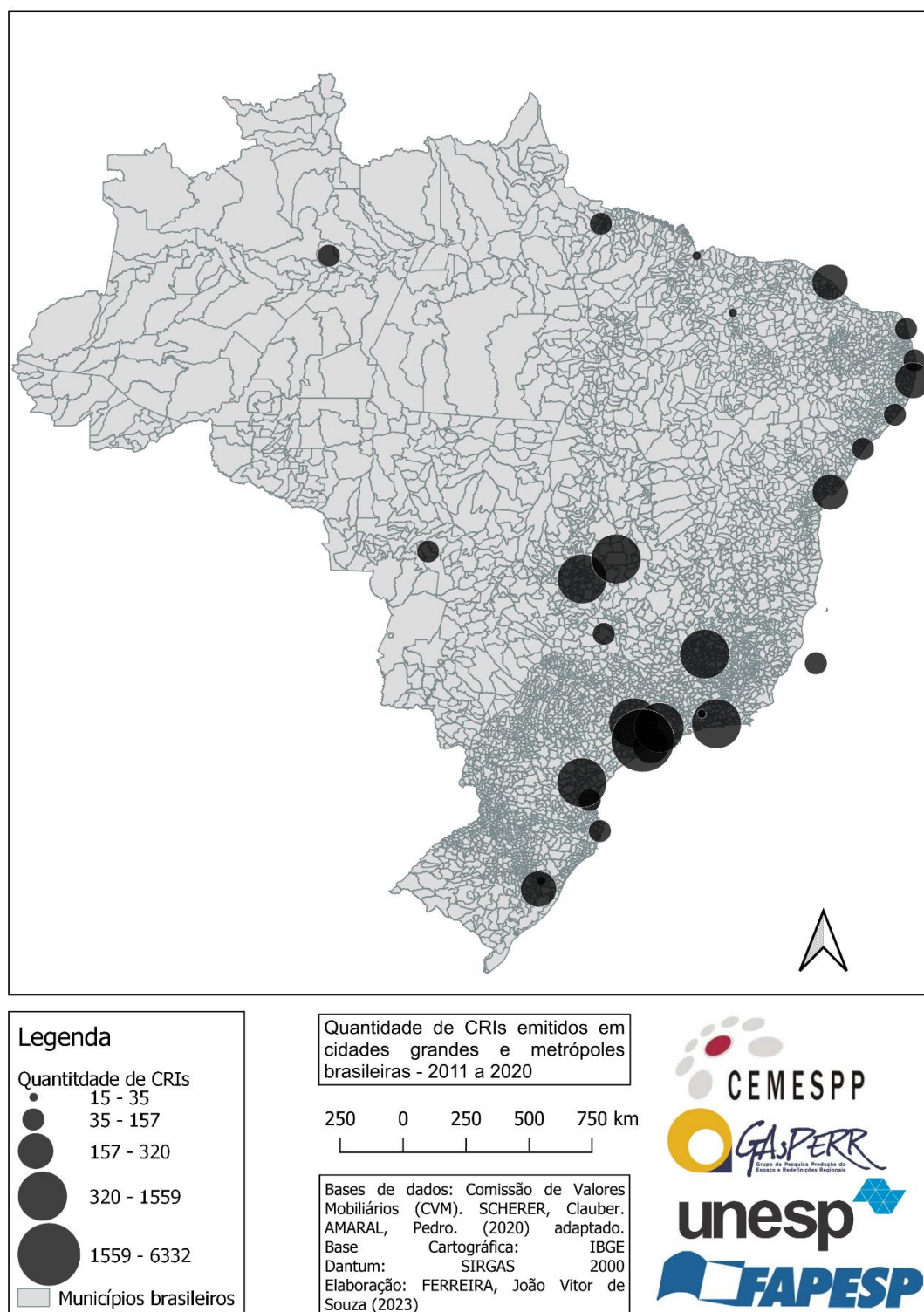
Mapa 13: Brasil – Municípios e quantidade de imóveis securitizados em cidades pequenas – 2011 a 2020



Mapa 14: Brasil – Municípios e quantidade de imóveis securitizados em cidades médias e de porte médio – 2011 a 2020



Mapa 15: Brasil – Municípios e quantidade de imóveis residenciais securitizados em metrópoles e cidades de grande porte – 2011 a 2020



A análise dos mapas 15, 16 e 17, em conjunto, possibilita evidenciar que o processo de securitização imobiliária consegue alcançar diferentes estratos da rede e estrutura urbana brasileira de diferentes regiões do país. Ou seja, a securitização se

encontra presente em cidades pequenas, médias e de porte médio, até cidades de grade porte e metrópoles.

Também, a análise dos mapas destaca que a presença dos CRIs nas cidades pequenas, médias e de porte médio apresenta volume considerável, inclusive, com algumas cidades médias das Regiões Sul e Sudeste apresentando volumes maiores que algumas capitais das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, o que pode indicar a dificuldade de acessos dos agentes de produção do espaço urbano, construtoras e incorporadoras às infraestruturas financeiras necessárias à realização das operações de securitização.

3.2.2. A dimensão espacial da securitização em análise

Após uma primeira aproximação através dos Mapas assim como frente aos dados anteriormente apresentados, destacam-se alguns pontos relevantes ao processo. Primeiro, evidencia-se a partir do conjunto de mapas que o processo de securitização se dissemina na captura do território, alcançando diferentes estratos da rede e estrutura urbana nacional.

Segundo, chama a atenção como a captura do território se dá de forma heterogênea, afeita as características anteriormente existentes, da rede e estrutura urbana, das diferenças e desigualdades regionais. Nesse sentido, a securitização não supera as desigualdades e diferenças já postas ao território, mas incorpora-as em sua lógica.

Terceiro, mesmo que limitada a poucas emissões e a poucos anos, a atuação da CEF na securitização imobiliária é central para o desenvolvimento do processo, não apenas pelos volumes securitizados, mas também pela capacidade da mesma de estruturar em uma mesma emissão dívidas imobiliárias de diferentes cidades, estados e regiões. Isso se deve, a extrema capilaridade da CEF no território, combinada com a sua estrutura que permite ao mesmo tempo estar presente em pequenas cidades e em grandes centros financeiros, além da sua posição como agente estrutural do financiamento imobiliário nacional.

Além disso, a baixa capacidade dos demais agentes cedentes, em especial as construtoras, que passam a capitanear a securitização imobiliária a partir de 2017, com a interrupção das emissões da CEF, de estruturar emissões e capturar o território que não no Centro-Sul, ou nas principais capitais das demais regiões, demonstra que, a

desigualdade do acesso ao meio técnico-científico-informacional (Santos, 2006), nesse caso, as grandes estruturas financeiras necessárias a estruturação de um ativo tão complexo como os CRIs, condiciona o acesso a esses instrumentos.

Esse acesso diferenciado a essas estruturas financeiras, nos explica o porquê de Cidades médias ou de porte médio do Centro Sul, como do interior de São Paulo, apresentarem uma quantidade de imóveis securitizados superior ao de algumas capitais das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste.

Dessa forma, verifica-se que a região e estado em que está localizado o município tem tanta relevância quanto o porte e posição na rede urbana no que tange ao acesso à securitização e quantidade de CRIs identificados.

3.3. A financeirização da produção e do consumo da habitação

Durante o processo de mapeamento dos dados coletados e a partir dos questionamentos levantados e já explicitados, de que poderia estar ocorrendo a securitização do mesmo imóvel/terreno em duas operações de securitização, na produção e no consumo, partiu-se para um processo minucioso de análise dos dados e verificação da hipótese.¹⁹

Para identificação dos imóveis que estavam como lastro em duas operações de securitização, foi necessário adotar uma escala de análise diferente para que fosse viabilizada a análise dos dados. Ou seja, para identificação dos imóveis foi necessário adotar a escala de análise do intraurbano.

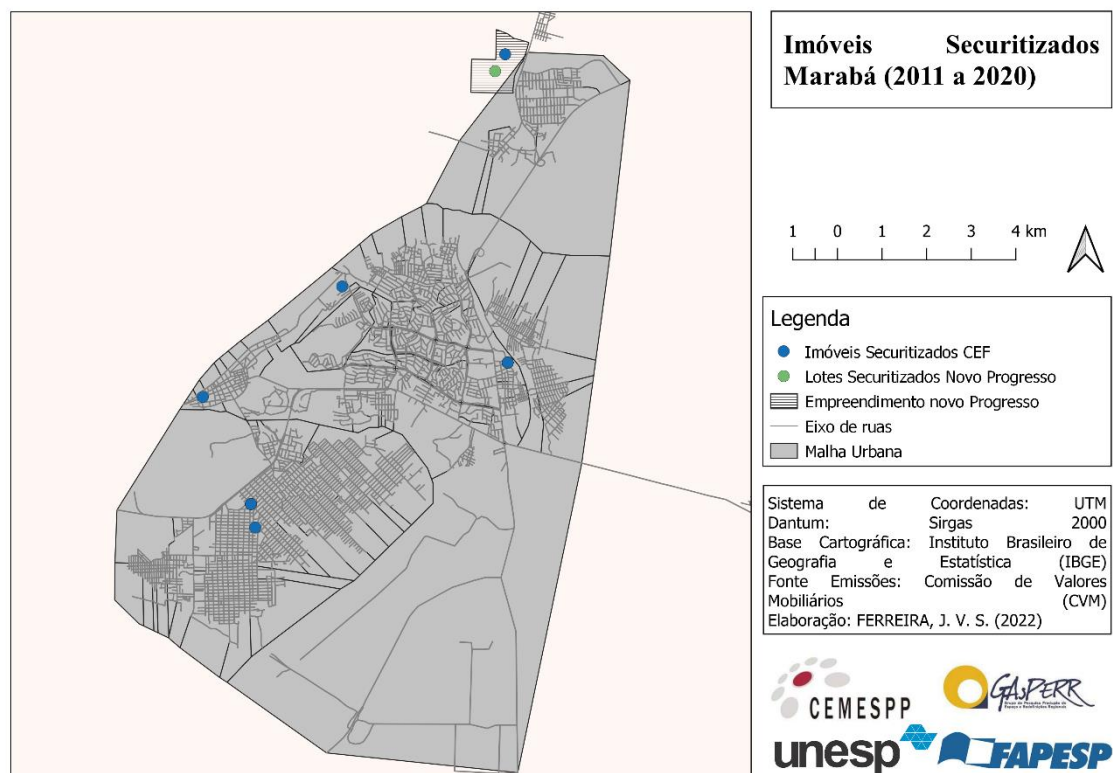
Visto a estrutura dos dados e a forma como muitos deles se apresentam, se optou pela busca desses imóveis em cidades já analisadas em trabalhos anteriores (Ferreira, 2021A, 2021B; Ferreira e Silva, 2022) e cuja base de dados já havia sido trabalhada de forma a alcançar a escala do imóvel.

Após a análise dos dados, e tendo como subsídio as citadas pesquisas anteriores se identificou o uso de imóveis, do mesmo empreendimento, como lastro para duas

¹⁹ Durante a realização da pesquisa foi tentado o contato com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para obter respostas quanto às possibilidades legais dessas operações, entretanto até o momento da finalização da pesquisa não foi obtido resposta da CVM.

operações de securitização na cidade de Marabá. A partir disso, foi identificada a securitização dos 1921 lotes do empreendimento Novo Progresso durante o momento da implementação do empreendimento e posteriormente a securitização do crédito concedido pela CEF para aquisição do terreno e/ou construção do imóvel no já citado loteamento.

Mapa 16: Marabá imóveis securitizados – 2011 a 2020



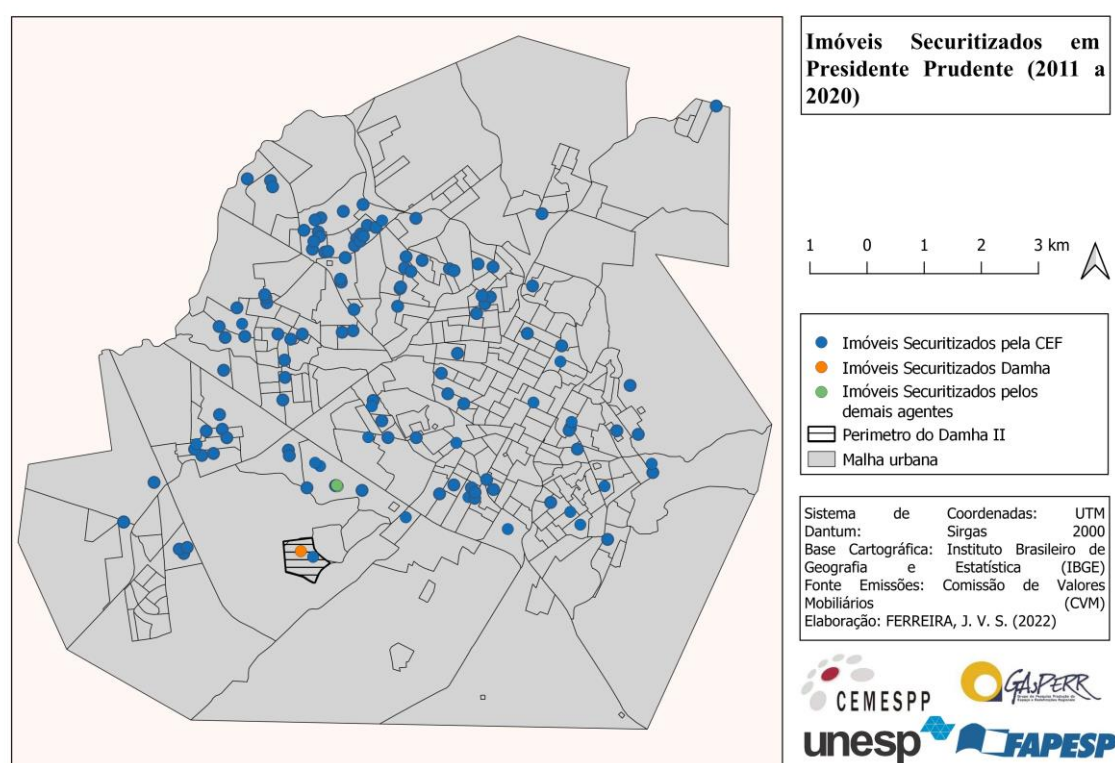
Trata-se da 39ª Série da 1ª emissão da Habitasec que securitizou e viabilizou a implementação do empreendimento (nos moldes da operação citada pelo entrevistado no capítulo 1) de 2013 e da 265ª e 266ª séries da 2ª emissão da CIBRASEC - CIA Brasileira de Securitização referente ao ano de 2016, em que houve a securitização da carteira de créditos da CEF.

O empreendimento em questão é um loteamento horizontal que possui 1921 lotes, todos já vendidos, segundo o sítio eletrônico da construtora responsável (Deltaville, 2018). Como evidenciado pelo Mapa 18, o loteamento se encontra ao norte nos limites do perímetro urbano da cidade. Vale destacar que apesar de todos os lotes estarem vendidos, nem todos estão edificadas, como é possível verificar a partir de imagens de satélite, de 2023, do aplicativo Google Earth.

Vista a necessidade de uma escala de análise que alcance o imóvel, se torna inviável a identificação de mais imóveis em que houve essa coincidência. Entretanto, a partir da descoberta, se reafirma a importância e a necessidade de análise da financeirização e da securitização imobiliária a partir de uma dimensão espacial e geográfica desses processos.

Em Presidente Prudente, foi identificada, também, a presença de ambas as lógicas da securitização em um empreendimento da Damha Urbanizadora. Diferentemente do ocorrido em Marabá, primeiro foi realizada a securitização dos créditos pela CEF, e posteriormente a Damha Urbanizadora securitizou o empreendimento.

Mapa 17: Presidente Prudente – imóveis securitizados – 2011 a 2020



Trata-se da 207ª série da 2ª emissão da CIBRASEC que securitizou o empreendimento da Damha Urbanizadora e da 203ª e 204ª séries da 1ª emissão da Brazilian Securities que securitizou os créditos para compra dos terrenos.

O empreendimento em questão é o Damha II, produzido no modelo de Espaço Residencial Fechado, nos moldes do que foi definido por Sposito e Góes (2013). O loteamento se encontra ao Sul do perímetro urbano e nele também existem terrenos não edificados no empreendimento.

Nesse caso em específico, a Damha Urbanizadora securitizou apenas 101 lotes do empreendimento, lotes esses que não foram especificados nos documentos da operação. Dessa forma, fica impossibilitado o cruzamento das informações para verificar se o mesmo lote se encontra em duas operações, entretanto, se pode verificar a presença de ambas as lógicas da securitização imobiliária em um mesmo empreendimento.²⁰

Ainda, a descoberta comprova a hipótese postulada de que se pode estar utilizando o mesmo terreno/imóvel como lastro para mais de uma operação de securitização. Nesse sentido, se faz necessário pensar tanto a produção quanto o consumo das nossas cidades a partir da lógica financeirizada.²¹

Assim, nota-se a construção de uma complexa e emaranhada teia de instrumentos e lógicas financeiras que homogeneíza e conecta lugares, imóveis, dívidas as quais possuem tempos de circulação distintos à escala do financeiro e transforma a cidade e a habitação em plataformas de rentabilidade para o capital financeiro (Barcella, 2023).

O que se verifica é a presença de distintas lógicas na securitização imobiliária, na da produção e a do consumo, que por mais que partam do mesmo ativo, ou seja, em um CRI, apresentam tempos de circulação distintos em decorrência das lógicas também distintas que originaram o ativo.

Em adição, a descoberta da possibilidade de originar mais de um CRI a partir do mesmo terreno/imóvel, nos leva a deduzir que um mesmo imóvel apresenta tempos de circulação distintos, para além do tempo e escala próprios da produção e do consumo, que são como já explicitados anteriormente o consumo na longa duração e nas escalas diversas de circulação, em decorrência das características específicas do imobiliário. A saber, seu caráter durável, imóvel e irreprodutível.

Ou seja, verifica-se a existência de dois tempos de circulação distintos e próprios à circulação do imóvel na escala do financeiro. Nota-se, então, a presença do tempo de circulação dos ativos derivados da securitização do financiamento destinado à produção do empreendimento, que possui um tempo de circulação menor; e um segundo tempo de

²⁰ Durante a pesquisa procuramos outros meios para identificar os lotes securitizados no Damha II, para tanto, consultamos as matrículas do empreendimento no Cartório de Registro de Imóveis de Presidente Prudente. Entretanto, foi constatado que nem sempre tais informações se encontram disponíveis nas matrículas do imóvel, não tendo o cartorário sabido informar o porquê de tal ocorrido, dessa forma foi impossível identificar os lotes securitizados no referido empreendimento.

²¹ Em decorrência da já destacada estrutura dos dados e a necessidade de verificação dos dados à nível do imóvel, só foi possível verificar a hipótese em cidades já trabalhadas anteriormente, Marabá-PA e Presidente Prudente-SP, porém, tal verificação não significa que estes sejam os únicos casos em que a securitização se apresenta tanto na produção quanto no consumo.

circulação, que seria o da circulação dos ativos derivados da securitização do financiamento destinado ao consumo, em outras palavras, derivado de um financiamento imobiliário concedido por um banco com objetivo de compra de um terreno e ou imóvel para uso pessoal e fins residenciais.

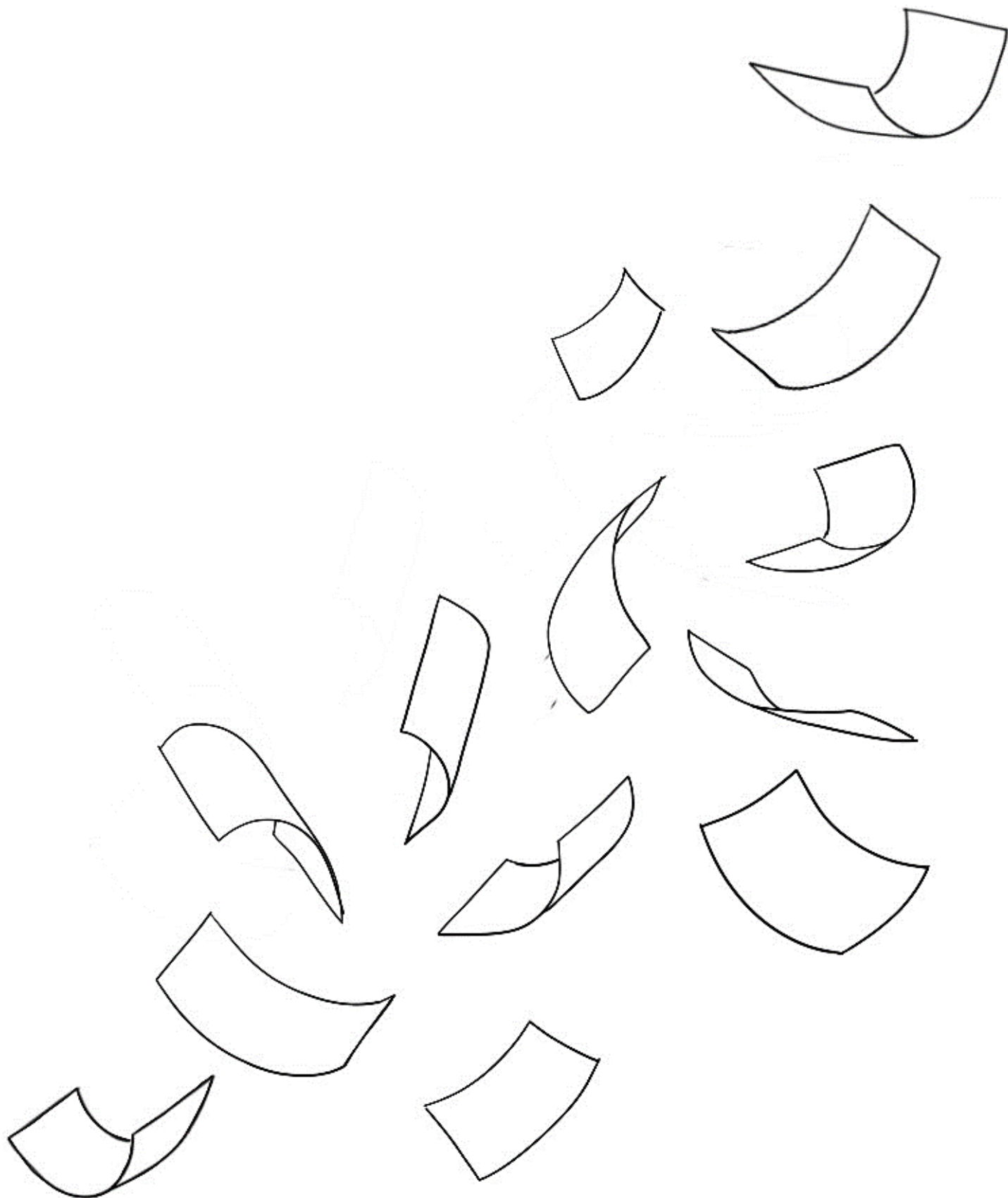
Os impactos dessa teia e da transformação da cidade em plataformas de rentabilidade devem ser pensados e analisados não apenas a partir de imóveis particulares e instrumentos ou mesmo emissões específicas. O que se advoga é a necessidade de pensar os impactos desse processo a partir do par tempo-espço, e não apenas para analisar a produção, mas também para analisar o consumo do espaço urbano.

Também, a recente criação do novo marco legal da securitização adiciona uma nova camada a essa já complexa estrutura, criando instrumentos e agentes a esse processo, com reflexos que ainda serão sentidos e deverão ser analisados.

A verificação da presença das duas lógicas da securitização em um mesmo empreendimento, inclusive, em um mesmo imóvel, aponta para a inserção da securitização nas dinâmicas de produção imobiliária securitização e a necessidade de incluir tais instrumentos nos estudos urbanos e nas análises acerca da produção do espaço urbano.

Tal como apontado anteriormente na citação de Monbeig (2019) anteriormente destacada, vários dos fatores geográficos, no caso, de produção do espaço urbano, não são palpáveis ou claramente visíveis. Entretanto, não são menos importantes à análise, o que se verifica a partir da pesquisa é a paulatina introdução de uma complexa dinâmica do mercado financeiro como mecanismo de financiamento da produção e do consumo imobiliário em diferentes escalas, posições na hierarquia urbana, usos do imóvel e faixas de preço.

Considerações Finais



As considerações finais desta dissertação objetivam não apenas retomar partes importantes do texto, ou ainda elaborar uma síntese do que foi exposto ao longo da dissertação, mas também responder a questionamentos, assim como articular argumentos e discussões, que foram surgindo a partir dos diferentes capítulos.

Ao longo de toda a dissertação foi possível verificar as transformações, articuladamente multiescalares, decorrentes do avanço das finanças como “novo padrão sistêmico de acumulação do capitalismo” (Braga, 1997), que convencionamos a chamar de financeirização e como esse processo impacta o imobiliário e a produção do espaço urbano.

Essas transformações são verificadas tanto no arcabouço jurídico institucional, que regulamenta os instrumentos surgidos no capitalismo financeirizado, quanto na lógica dos agentes e, também, na necessidade de novos procedimentos metodológicos para pensar e investigar esses instrumentos e como os mesmos vem viabilizando a produção e o consumo do imobiliário.

Ou seja, nesse sentido, a pesquisa oferece uma interface entre dois campos de estudo, a geografia financeira e a geografia urbana, evidenciando suas relações a partir de um instrumento particular, os Certificados de Recebíveis Imobiliários.

O desenvolvimento da pesquisa permitiu analisar o avanço do processo de securitização imobiliária no Brasil e sua difusão e seu posicionamento nos diferentes estratos da rede urbana nacional, assim como a sua presença e utilização para viabilizar empreendimentos dos mais diferentes usos do solo e faixas de preço, verificando, também, como esse processo avança ao passo que se adequa às estruturas já existentes.

O trabalho teve especial cuidado em valorizar a dimensão geográfica e espacial da securitização, envolvendo tanto questões teóricas quanto os procedimentos metodológicos da pesquisa, como exposto no decorrer dos capítulos apresentados.

O Capítulo 1 desta dissertação teve como objetivo apresentar o arcabouço teórico e os trabalhos com os quais dialoga, direta ou indiretamente, no desenvolvimento desta pesquisa. A revisão bibliográfica enfatiza que o tema da financeirização, em especial seu nexos com o imobiliário, apresenta um longo acumulado de trabalhos e estudos, em especial nos países centrais do capitalismo.

Entretanto, uma avaliação da revisão bibliográfica evidencia que, apesar dos avanços no que se referem a estudos da financeirização do imobiliário e da securitização imobiliária, ainda são poucos os estudos que destacam e analisam a dimensão dos processos sobre a habitação. Sobre isso, verifica-se que grande parte dos estudos ainda

privilegiam a dimensão corporativa dos imóveis de alto padrão, poucos alcançando a dimensão da habitação.

Também, verifica-se dificuldades em relação à ausência de procedimentos adequados à análise de instrumentos tão específicos e com uma apresentação particular, que demanda coleta e análise de documentos de forma individual e manual. Neste sentido, a necessidade de procedimentos metodológicos adequados aos estudos da securitização é novamente retomada visto que, como demonstrado, a valorização de sua dimensão espacial depende, também, de procedimentos adequados.

Nota-se, ainda, que apesar de importantes contribuições diretas de geógrafos, já citados ao longo de toda a dissertação, ao campo dos estudos da financeirização e da securitização imobiliária, ainda há muito o que avançar no que tange a uma análise geográfica do tema.

O capítulo apresentou os marcos legais da construção da base jurídica que norteia o processo no Brasil. A análise da construção dessa estrutura jurídico-normativa que permite o desenvolvimento de um mercado tão complexo e que demanda de estruturas e condições tão próprias aponta, também, para um dos limites de tais processos, o limite do território nacional. Assim, verifica-se que o desenvolvimento de tais mercados, por mais bem desenvolvidos, não permitem a extrapolação dos limites do território nacional e das relações institucionais legais, que garantem a existência e o desenvolvimento de tais mercados em cada país.

Cabe destacar que as mudanças ocorridas na securitização imobiliária no Brasil ocorrem em compasso com sucessivas rodadas de aperfeiçoamento da legislação. A recente promulgação do novo Marco Legal da Securitização, no ano de 2022, é um exemplo da dinamicidade do processo, de forma que impõe às pesquisas que se proponham a investigar tais instrumentos uma constante revisão dos limites e potencialidades legais que permeiam esses processos na conformação de ativos imobiliários.

O primeiro capítulo, também, contém a entrevista realizada com um representante de uma construtora local que vem se utilizando da securitização para viabilização de seus empreendimentos. A entrevista foi essencial para compreender como e por que tais agentes têm se utilizado desses instrumentos e quais os benefícios e vantagens percebidos por eles na securitização.

Além disso, o relato posto pelo entrevistado revela que a estruturação de suas operações de securitização se deu através de seus contatos prévios e de uma visita a uma

empresa securitizadora em São Paulo, indicando como o acesso a esses instrumentos demandam não apenas de conhecimento técnico, mas de acesso e relações com os grandes centros financeiros e ao meio técnico-científico-informacional (Santos, 2006) que os mesmos oferecem. Por um lado, explica-se a dificuldade de avanço desses instrumentos em regiões mais afastadas destes grandes centros, quando não associadas a grandes agentes imobiliários, como é o caso da CEF ou de outras grandes incorporadoras. Mas, por outro, também demonstra suas potencialidades através de relações que vão sendo construídas no interior dos próprios mercados.

A geografia financeira contribui, nesse sentido, ao analisar e explicar as lógicas de concentração/dispersão da estrutura financeira pelo território, a construção dos grandes centros financeiros e as relações entre o capital e o espaço geográfico. Relações essas, que muitas vezes partem de vínculos interpessoais, e que nos ajudam a entender as causas da baixa adoção da securitização pelos agentes imobiliários que se encontram afastados dos centros financeiros.

Por fim, a partir da análise dos marcos legais, das estruturas e desenvolvimento dos agentes e do mercado de securitização imobiliária no Brasil, foi possível identificar três grandes momentos da securitização imobiliária. A saber, um primeiro momento de constituição do mercado e criação das principais leis, um segundo momento de impulsionamento da securitização, via atuação estatal, notadamente através da CEF e um terceiro momento em que o mercado assume o protagonismo da securitização, agora já bem desenvolvido e estruturado graças ao impulsionamento ocorrido anteriormente.

O Capítulo 2 apresentou os procedimentos metodológicos utilizados durante a coleta e análise dos dados. Os procedimentos não são pouco importantes à pesquisa e a esta dissertação, isto pois a proposição de uma pesquisa que valorize a dimensão geográfica e espacial da securitização só pode ser realizada através de procedimentos que permitam alcançar tal dimensão presente nos documentos das operações de securitização imobiliária.

Avaliamos as vantagens, os limites e os problemas enfrentados tanto pelo procedimento metodológico adotado na pesquisa, que foi o de coleta manual dos dados, quanto pelos outros procedimentos possíveis, como o *data scrapping*, ou raspagem de dados. A partir da análise dos procedimentos possíveis, assim como de seus respectivos limites e vantagens, verificou-se a impossibilidade, neste momento, de uso de técnicas como o *data scrapping* para realização de pesquisas como esta, que privilegiam a dimensão espacial da securitização, dada a sensível perda de dados ocasionada pela baixa

padronização das informações disponibilizadas, do formato de apresentação das mesmas e dos problemas frequentes identificados nos sítios eletrônicos das securitizadoras.

Ainda no que tange aos procedimentos metodológicos, o processo de mapeamento e espacialização dos dados coletados foi fundamental para a análise desenvolvida. Dentre os procedimentos, vale destacar a adoção da classificação estabelecida por Scherer e Amaral (2020). O uso do referido trabalho buscou analisar o posicionamento dos CRIs frente a rede urbana nacional, que se desenvolveu no Capítulo 3.

Neste sentido, este último capítulo teve como objetivo apresentar os dados coletados, sistematizados e organizados, a partir dos procedimentos destacados no capítulo anterior, na forma de quadros e gráficos, em conjunto com os mapas que foram produzidos.

A análise dos dados permitiu evidenciar o crescimento do processo de securitização, não apenas nos volumes e quantidades emitidas anualmente, mas também enfatizando o acúmulo desse processo e desses instrumentos no território ao longo do tempo. Sendo que esse processo de acúmulo sobre o território pode ser observado também pelos mapas produzidos. Verifica-se que a atuação do Estado via CEF e FGTS foi essencial para viabilização e desenvolvimento dos primeiros momentos da securitização imobiliária no Brasil.

Ou seja, é através da atuação do Estado, via CEF que a securitização imobiliária se dissemina espacialmente, passando a alcançar imóveis residenciais de diferentes faixas de preço e nos diferentes estratos da rede urbana.

Além disso, a partir dos dados, é possível verificar uma mudança qualitativa na securitização imobiliária a partir da saída da CEF, do ano de 2017 em diante. Nesse sentido, destaca-se a centralidade assumida pelas construtoras e incorporadoras que passam a capitanear o mercado de securitização a partir da cessão do crédito imobiliário em detrimento dos bancos e demais agentes financeiros.

No que tange a espacialização dos dados e à dimensão espacial da securitização expressa pelos mapas produzidos, verifica-se que a disseminação da securitização se dá não apenas pelo território, de forma a capturá-lo, mas se conforma às dinâmicas e diferenças da estrutura da rede urbana. Assim posto, a securitização não supera as estruturas anteriormente existentes no território, mas se adequa a elas.

A partir dos mapas, assim como dos dados coletados e analisados, verifica-se que a atuação da CEF foi fundamental para a disseminação da securitização imobiliária no segundo momento demarcado na Figura 1, do primeiro capítulo. A atuação da CEF

permite que a securitização alcance diferentes estratos da rede urbana, diferentes estados e regiões e imóveis das mais variadas faixas de preço.

A análise dos mapas, assim como da entrevista realizada, evidencia como o acesso ao meio técnico-científico-informacional (Santos, 2006) e aos grandes centros financeiros do país, notadamente a cidade de São Paulo, onde se localizam as principais securitizadoras do país, condiciona o acesso dos agentes produtores do espaço urbano e a expansão desses instrumentos pelo território. Dessa forma, verifica-se a necessidade de entender a financeirização, e com ela, seus instrumentos, não como um processo unidirecional (Sanfelici, 2015), mas sim bidirecional, multiescalar e desigual.

Também, a partir da análise do material coletado e produzido ao longo da pesquisa, foram identificadas duas lógicas presentes na securitização imobiliária, sendo essas a da produção e a do consumo, bem como os tempos diferentes a cada uma dessas lógicas, como demonstrado pelos dados. Isto evidencia a complexidade do processo e a necessidade de pensá-lo não apenas no que tange à produção imobiliária, mas também no consumo da habitação e da cidade.

Nota-se que a diferença nos tempos de circulação dos CRIs é derivada da origem do crédito securitizado e do cedente, ou seja, ativos provenientes da securitização da produção imobiliária tem tempos de duração menor. Já CRIs derivados da securitização de créditos destinados ao consumo da produção imobiliária, no caso específico, da habitação, tem tempos de duração e circulação maiores.

Isso se deve a lógicas e tempos próprios da produção e do consumo da habitação, assim como da diferença de capacidade de mobilização de recursos financeiros. Ou seja, indivíduos e famílias não têm a mesma capacidade que as construtoras e incorporadoras tem de mobilizar recursos financeiros para quitar financiamentos em tempos menores. De forma que a duração dos contratos de financiamento, assim como os ativos derivados desses financiamentos, possui durações diferentes.

Destaca-se ao analisar os impactos do processo de securitização imobiliária na produção do espaço e da cidade, que o mesmo envolve tanto a dimensão do consumo dos produtos imobiliários, ou seja, a dimensão do valor de uso, quanto a dimensão do valor de troca, que deixa de ser expresso apenas na escala da cidade, ou seja, da escala local, passando a se realizar e circular em escalas geográficas diferentes daquelas do consumo do imóvel.

A partir da descoberta da existência de duas operações de securitização que tem como lastro um mesmo imóvel, cada uma dessas operações tendo diferentes tempos de

circulação dos ativos, o que se percebe é a construção de um complexo emaranhado de instrumentos, ativos e lógicas que capturam o espaço e o transforma em plataformas de rentabilidade.

Verifica-se, também, que a securitização imobiliária passa não apenas por uma dispersão territorial que alcança os diferentes estratos da rede urbana nacional, ou seja, se encontra presente em cidades pequenas, médias e grandes de todo o país.

Foi possível evidenciar durante o desenvolvimento da pesquisa, a partir da revisão e análise bibliográfica, dos dados coletados e dos mapas produzidos que o processo de securitização imobiliária, atualmente, já não condiz com o primeiro momento apontado pela bibliografia, que indicava a restrição do referido processo às grandes metrópoles e aos empreendimentos de alto padrão. Tal constatação é possível através da análise dos mapas, em especial os que indicam o posicionamento e a presença da securitização imobiliária nos diferentes estratos da rede urbana brasileira.

Ocorre, também, que a presença da securitização imobiliária se encontra não apenas nos diferentes estratos da rede urbana, mas territorialmente disperso, mesmo que apresentando relativa concentração no centro sul, em especial no Estado de São Paulo.

A participação da CEF no mercado de securitização tem papel central nas mudanças do processo. A securitização imobiliária residencial assume posição relevante com a entrada do banco no processo, tanto pela capilaridade do banco, que possui uma atuação em nível nacional, quanto pela centralidade que a CEF assume no financiamento imobiliário no Brasil

A relevância que a CEF assume neste cenário é notável, não apenas pela capacidade que a mesma apresenta de conduzir o processo como um agente estruturante da financeirização e securitização imobiliária no Brasil, mas também no impacto provocado pela sua saída e da necessidade de reposicionamento do processo ocorrido em decorrência disto, como destacado anteriormente.

Desta forma, verifica-se que os bancos não conseguem exercer a mesma relevância que exerciam anteriormente à saída da CEF, além de um reposicionamento das construtoras e incorporadoras que passam a assumir um protagonismo na securitização imobiliária, ocupando o espaço deixado pelos bancos.

As descobertas da pesquisa evidenciam a importância da análise da dimensão espacial da securitização, assim como as possibilidades para o desenvolvimento de novas pesquisas que se debrucem, a partir de procedimentos metodológicos adequados, ao estudo do caráter espacial da securitização imobiliária.

Ainda, o desenvolvimento da pesquisa aponta para um processo recente no Brasil, que apenas a pouco passou a ser capitaneado pelo capital privado. Assim, mais do que responder a todos os questionamentos, o trabalho demonstra a necessidade de pensar tais processos e instrumentos a partir de procedimentos metodológicos bem delimitados, que permitam o acesso a dimensão espacial da securitização.

Nesse sentido, a pesquisa não busca esgotar o tema, mas sim apontar caminhos metodológicos para construção de uma análise espacial e geográfica da securitização, analisar a trajetória do processo até o presente momento e investigar a adoção desses instrumentos por agentes de produção do espaço e como o mesmo instrumento, os CRIs, pode corresponder a usos distintos a partir das suas diferentes lógicas.

A conclusão da pesquisa não esgota os temas aqui apresentados, mas busca contribuir com a construção de uma agenda de pesquisa, coletiva, de análise geográfica da financeirização e da securitização imobiliária, a qual ainda tem muito o que avançar. Concluimos, retomando a citação que inicia o texto: “o papel das finanças na construção de uma nova arquitetura do espaço não tem escapado aos geógrafos” (Santos, 1997, p. 131) e esperamos ter contribuído para o avanço deste debate.

Referências



AALBERS, Manuel, B. **The financialization of home and the mortgage Market crisis.** Competition & Change. V. 12. 2008

AALBERS, Manuel. B. **Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets.** New York: Wiley-Blackwell, 2012

AALBERS, Manuel. B.. **The potential for financialization.** Dialogues in Human Geography, v. 5, n. 2, p. 214-219, 2015.

AALBERS, Manuel B. **Financial Geographies of Real Estate and the City. A Literature Review.** Leuven: Financial Geography Working Paper Series, 46 p., 2019A.

AALBERS, Manuel B. **Financial geography I: Geographies of tax,** Progress in Human Geography, 42(6), pp. 916–927. 2018

AALBERS, Manuel B. **Financial geography II: Financial geographies of housing and real estate,** Progress in Human Geography, 43(2), pp. 376–387. 2019B.

AALBERS, Manuel B. **Financial geography III: The financialization of the city,** Progress in Human Geography, 44(3), pp. 1–13. 2019C.

AALBERS, Manuel B. **Geographies of Housing Finance: The Mortgage Market in Milan, Italy.** Growth and Change. Vol. 38 n°2 (Junho 2007); pp. 174-199. 2007.

ABREU, Marlon. A. **Produção imobiliária e os espaços da financeirização: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida.** Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Geografia da Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho (UNESP), campus de Presidente Prudente/SP. 2019.

ABREU, Marlon. A. MELAZZO, Everaldo. S. FERREIRA, João. V. S. **Produzindo casas de papel: As engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil.** Confins. Paris [Online], n. 47. p. 1-16. ISSN: 1958-9212 .<https://doi.org/10.4000/confins.33013>. 2020

Barcella, Bruno Leonardo Silva. **A terra sob o ritmo das finanças: do rentismo fundiário ao rentismo financeiro: a perpetuação de uma classe no centro do poder no Brasil** / Presidente Prudente. Tese (doutorado) - Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências e Tecnologia, Presidente Prudente. 2023.

BELLUZZO, Luiz. G. Dinheiro e as transformações da riqueza. In: TAVARES, M. C; FIORI, I. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ. Vozes, 7ª edição. 2017

BOTELHO, Adriano. **O urbano em fragmentos. A produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário**. São Paulo: Annablume; FAPESP, 2007.

BRAGA, José. C. **Temporalidade da riqueza: uma contribuição a teoria da dinâmica capitalista**. 409f. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. 1985.

BRAGA, José. C. Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M. da C. e FIORI, J. L. **Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização**. Petrópolis/RJ: Vozes. pp. 195 – 242. 1997

CAFFENTZIS, George. **Los límites del capital. Deuda, moneda y lucha de clases**. Buenos Aires: Tinta Limón. La vida cotidiana a la sombra del endeudamiento. 2018

CARVALHO, Laura. **Valsa brasileira: do boom ao caos econômico**. São Paulo. Todavia. 1º edição. 2018.

CARVALHO FILHO, Nelson Diniz de. **A financeirização na longa duração: dinheiro, tempo e poder** / Nelson Diniz de Carvalho Filho. - 1. ed. - Rio de Janeiro : Letra Capital, 2020. 396 p. 2020

CARMONA, Madisson. Financiarización, vivienda y transporte en la localidad. In: SALINAS, Luis A. A. (Org.). **Financiarización y mercado inmobiliario en México y America Latina**. Ediciones Monossílabo. Instituto de Geografía. Universidad Nacional Autónoma de Mexico. México. 2021

CHESNAIS, François. **A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações**. Economia e Sociedade, v. 11 n. 1. p. 1-44. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643086>. 2002

CHESNAIS, François. (2005). O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. (2005). (org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHESNAIS, François. **Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump**. Boston, Brill Academic Pub. 2016

CHRISTOPHERS, Brett. **On voodoo economics: theorising relations of property, value and contemporary capitalism**. Transactions of the Institute of British Geographers, v. 35, n. 1, p. 94-108, 2010.

COAKLEY, John. Introduction: The Territorial Management of Ethnic Conflict. Pp. 1-22 in Coakley, John (ed.) **The Territorial Management of Ethnic Conflict**. London: Frank Cass. (9) (PDF) Managing Urban Ethnic Conflict. 1993

CONTEL, Fabio Betioli. **As finanças e o espaço geográfico: contribuições centrais da geografia francesa e da geografia brasileira**. Revista Brasileira de Geografia, Rio de Janeiro, v. 61, n. 1, p. 59-78, jan./jun. 2016

CONTEL, Fabio Betioli. **Espaço geográfico, sistema bancário e a hipercapilaridade do crédito no brasil**. CADERNO CRH, Salvador, v. 22, n. 55, p. 119-134, Jan./Abr. 2009.

CORDEIRO, Helena K. **Os principais pontos de controle da economia transnacional no espaço brasileiro**. Boletim de Geografia Teórica v.16/17, n.31/34, p. 153-196, 1986-87.

CORDEIRO, Helena K. **A circulação da informação no espaço brasileiro e o sistema bancário**. Geografia (Rio Claro) v.16, n.1, p. 23-36, 1991.

CORRÊA, Roberto L. **Concentração bancária e os centros de gestão do território**. In: CORRÊA, Roberto L. Estudos sobre a rede urbana. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2006.

CRUZ-MUÑOZ, F. ISUNZA, G. **Construcción del hábitat en la periferia de la Ciudad de México**. Estudio de caso en Zumpango. Revista EURE - Revista de Estudios Urbano Regionales, 43(129). 2017.

DELTAVILLE. **Como está hoje o loteamento Novo Progresso em Marabá/PA**. Disponível em: <https://deltaville.com.br/como-esta-hoje-o-loteamento-novo-progresso-em-maraba-pa/>. Acesso em: 17/05/2023. 2018

ELOY, Claudia. M. **O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil.** Tese de Doutorado. São Paulo. doi:10.11606/T.16.2013.tde-14082013-111122. 2013

FERREIRA, João V. S. **O circuito financeiro-imobiliário em cidades médias brasileiras: Novos condicionamentos na produção do espaço urbano.** Monografia de Bacharelado – Geografia. Universidade Estadual Paulista (UNESP), 2021. Presidente Prudente, 2021A.

FERREIRA, João V. S. **A securitização imobiliária em cidades médias: estudo de caso de marabá-pa e mossoró-rn.** Anais do XIV ENANPEGE... Campina Grande: Realize Editora, 2021B.

FERREIRA, João V. S.; SILVA, Augusto Marques da. **Transformações no tempo e no espaço: análise da produção e reestruturação do espaço urbano de Presidente Prudente a partir do Grupo Damha.** GeoTextos, [S. l.], v. 18, n. 1, 2022. DOI: 10.9771/geo.v18i1.49719. Disponível em: <https://periodicos.ufba.br/index.php/geotextos/article/view/49719>. Acesso em: 7 nov. 2022.

FIX, Mariana. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil.** Tese (Doutorado em Economia). Unicamp: Campinas/SP. 2011.

GOTHAM, Kevin. **Creating liquidity out of spatial fixity: The secondary circuit of capital and the subprime mortgage crisis.** International Journal of Urban and Regional Research. 33 (2), 355–371. 2009

HAILA, Anne. **Land as a financial asset: The theory of urban rent as a mirror of economic transformation.** Antipode 20:2, pp. 79 – 102, 1988.

HAILA, A. **The theory of land rent at the crossroads.** Environment and Planning D: Society and Space, volume 9, pp. 276 – 296. 1990.

HAILA, Anne. **Why is Why is Shanghai Building a Giant Speculative Property Bubble?.** International Journal of Urban and Regional Research. 1999

HAILA, Anne. **Real Estate in Global Cities: Singapore and Hong Kong as Property States.** Urban Studies, Vol. 37, No. 12, 2241–2256, 2000. 2000.

HARVEY, D. **Os limites do capital**. São Paulo. Boitempo. 592 p., 2015.

HEEG, Susanne; GARCÍA, Maria V. I., SALINAS, Luis A. A. **Financialization of Housing in Mexico: The Case of Cuautitlan Izcalli and Huehuetoca in the Metropolitan Region of Mexico City**, Housing Policy Debate. 2020.

HIDALGO, Rodrigo. SANTANA, Daniel. Voltaire, Alvarado. **Principios subsidiarios y financiarización en la producción de la naturaleza en ciudades, fluviales, marinas y lacustres. Ejemplos de Colombia y Chile**. In: SALINAS, Luis A. A. (Org.). **Financiarización y mercado inmobiliario en México y America Latina**. Ediciones Monossílabo. Instituto de Geografía. Universidad Nacional Autónoma de Mexico. México. 2021

KLINK, Jeroen; SOUZA, Marcos Barcelos de. **Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro**. Cadernos Metrópole, Rio de Janeiro, v. 19, n. 39, p.379-406. 2017.

LAVAL, C. DARDOT, P. **La nueva razón del mundo. Ensayo sobre la sociedad neoliberal**. Barcelona: Gedisa. 2013.

LAPAVITSAS, Costas. **Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas**. Madrid: Traficantes de sueños. 2016

LAPAVITSAS, Costas. **Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. Historical materialism**, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, Costas. **Theorizing financialization. Work, Employment & Society**, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAZZARATO, Maurizio. **La fábrica del hombre endeudado. Ensayo sobre la condición neoliberal**. Buenos Aires: Amorrortu. 2013.

MARTÍNEZ, J., VIVIRESCAS, L. Y PUENTES, C. **La biopolítica de la deuda: relación acreedor-deudor**. Revista Latinoamericana de Bioética, 18(1), pp. 87-103. 2018.

MARX, Karl. ENGELS, Friedrich. **O capital: Crítica da economia política. Livro III: O processo global da produção capitalista**. Boitempo. 2016.

MELAZZO, Everaldo S.; ABREU, Marlon. A. (2019). **A expansão da securitização imobiliária. Uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto/SP.** GEOUSP: espaço e tempo, v. 23, p. 22-39. Available at: <https://www.revistas.usp.br/geousp/article/view/141943>. 2019

MELAZZO, Everaldo S. ABREU, Marlon A. BARCELLA, Bruno L. FERREIRA, João Vitor S. **Securitização da habitação e financeirização da cidade no Brasil.** Mercator, Fortaleza, v. 20, out. 2021. ISSN 1984-2201. 2021.

MELAZZO, Everaldo S. **Estratégias fundiárias e dinâmicas imobiliárias do capital financeirizado no Brasil.** Mercator, Fortaleza, v. 12, número especial (2)., p. 29-40, set. 2013

MENDEZ, Ricardo. G. **La telaraña financiera: Una geografía de la financiarización y su crisis.** Barcelona: RiL Editores, 424 p. 2018.

MONBEIG, Pierre. **Capital e Geografia.** Revista Latino-Americana de Geografia Econômica e Social, Foz do Iguaçu, v. 01, n. 1, p. 071-092, Jul./Dez. 2019.

NASCIMENTO NETO, Paulo; SALINAS, Luis Arreortua. **Financialization of housing policies in Latin America: a comparative perspective of Brazil and Mexico.** Housing Studies. 2019.

PAIVA, Cláudio. de. (2007). **A diáspora do capital imobiliário, sua dinâmica de valorização e a cidade no capitalismo contemporâneo: a irracionalidade em processo.** Tese (Doutorado em Economia). Unicamp: Campinas/SP. Available at: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/285426>. 2007.

PAULANI, Leda M. Capitalismo Financeiro, Estado de Emergência Econômico e Hegemonia às avessas no Brasil. In: Oliveira, F. Braga, R. & Rizek, C. (Org.). **Hegemonia às Avessas: economia, política e cultura na era da servidão financeira.** São Paulo: Boitempo. pp. 109-135. 2010.

PAULANI, Leda M. **A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história.** Boletim de Economia e Política Internacional. Brasília, IPEA. 2012

PIRES, Daniela M. **Os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDIC)**. 2ª ed. – São Paulo: Almedina, 2015.

REGIC. **Regiões de influência das cidades**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística Rio de Janeiro; 2018.

ROBERTO, M. A. S.; KOSCIANSKI, A. **Criação de uma base de valores imobiliários geo-referenciados a partir da extração de dados da internet**. REVISTA DE TECNOLOGIA APLICADA (RTA) v.10, n.2, mai-ago 2021, p. 51-64. ISSN: 2237-3713. 2021

ROUBINI, Nouriel. MIHM, Stephen. **A economia das crises: Um curso relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional**; tradução Carlos Araújo- Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

ROYER, Luciana. de O. **Financeirização da política habitacional: Limites e perspectivas**. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo). São Paulo: USP/FAU, 2009.

ROYER, Luciana. de O. **O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências**. Cadernos da Metrópole. São Paulo, v. 18, n. 35, 33-51, abril. 2016.

RUFINO, Maria B. **Reestruturação do setor imobiliário e mudanças no padrão espacial de reprodução do capital: a produção imobiliária como elemento central na reconfiguração das cidades brasileiras**. In: Recife: Anais do XV Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Planejamento Urbano e Regional, 2013.

SALINAS, Luis A. A. **Financiarización y mercado inmobiliario en México y America Latina** (Org.). Ediciones Monossílabo. Instituto de Geografía. Universidad Nacional Autónoma de Mexico. México. 2021

SALINAS, Luis A. A. CARMONA, Madisson (2021). **Financiarización de la industria farmacéutica y su repercusión en las periferias urbanas en la zona Metropolitana del Valle de México**, Urbano, 24(43), pp. 30-39. 2021.

SALINAS, Luis A. RAMÍREZ, Gustavo G. **Financiarización del mercado hipotecario en México**. IN: ZAMORA, José G.; MARTINEZ, Patricia E. O. (Orgs). **La ciudad en la tera de la financiarización: una geografía de la urbanizació desde las inversiones**

imobiliarias. Universidad Nacional Autónoma de Mexico. Ciudad de México. México. 2021.

SANFELICI, Daniel. As escalas de acumulação na produção das cidades. In: **A Cidade como negócio.** CARLOS, Ana F. VOLOCHKO, Danilo. ALVAREZ Isabel P. (organizadores). - São Paulo: Editora Contexto, 2015.

SANFELICI, Daniel. Contextos, instituições e atores na pesquisa urbana um olhar a partir da infraestrutura financeira para a produção da cidade. In: LIMONAD, E. BARBOSA, J. L. (orgs.). **Geografias, Reflexões Conceituais, Leituras da Ciência Geográfica, Estudos Geográficos** / Ester Limonad e Jorge Luiz Barbosa (orgs.) - São Paulo : Editora Max Limonad. p. 121-142. 2020

SANFELICI, Daniel. **La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales.** Economía, Sociedad y Territorio, v. XVII, n. 54, p. 367-397, 2017.

SANFELICI, Daniel; HALBERT, Ludovic: **Financial market actors as urban policymakers: the case of real estate investment trusts in Brazil,** Urban Geography. 2019

SANTOS, Milton. **A natureza do espaço. Técnica e tempo. Razão e emoção.** Milton Santos. - 4. ed. 2. reimpr. - São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2006.

SOCOLOFF, Ivana. RUFINO, Beatriz. Financiarización subordinada, estrategias posteriores a la crisis internacional y el papel de las políticas de vivienda en Brasil y argentina. In: SALINAS, Luis A. A. (Org.). **Financiarización y mercado inmobiliario en México y America Latina.** Ediciones Monossílabo. Instituto de Geografía. Universidad Nacional Autónoma de Mexico. México. 2021

SOUZA, Marcelo. L. de. **Ambientes e territórios: uma introdução à ecologia política.** 1. ed. Rio de Janeiro: Bertrand, 2019. 350 p.

SOUZA, Thais. G. de. FERNANDES, Vivian de O. **Projeto de Análise espacial do custo da terra a partir de dados obtidos de Interface de Programação de Aplicações (API) de páginas web de anúncios imobiliários na cidade de Salvador.** II Seminário de Pesquisa em Informações Espaciais 9 de agosto de 2019 – UFBA – Salvador, BA. 2019

SPOSITO, Maria Encarnação Beltrão. As cidades médias e os contextos econômicos contemporâneos. In: SPOSITO, Maria Encarnação Beltrão (Org). **Urbanização e Cidades: Perspectivas Geográficas**. Presidente Prudente: UNESP, GAsPERR, 2001.

SPOSITO, Maria Encarnação Beltrão. Cidades Médias: Reestruturação das cidades e reestruturação urbana. In: SPOSITO, Maria Encarnação Beltrão (Org). **Cidades Médias espaços em transição**. Editora Expressão Popular. 1ª edição. 2007.

SPOSITO, Maria Encarnação Beltrão; GÓES, Eda Maria. **Espaços fechados e cidades. Insegurança urbana e fragmentação socioespacial**. São Paulo: Editora da Unesp, 2013, p.277-305. 2013

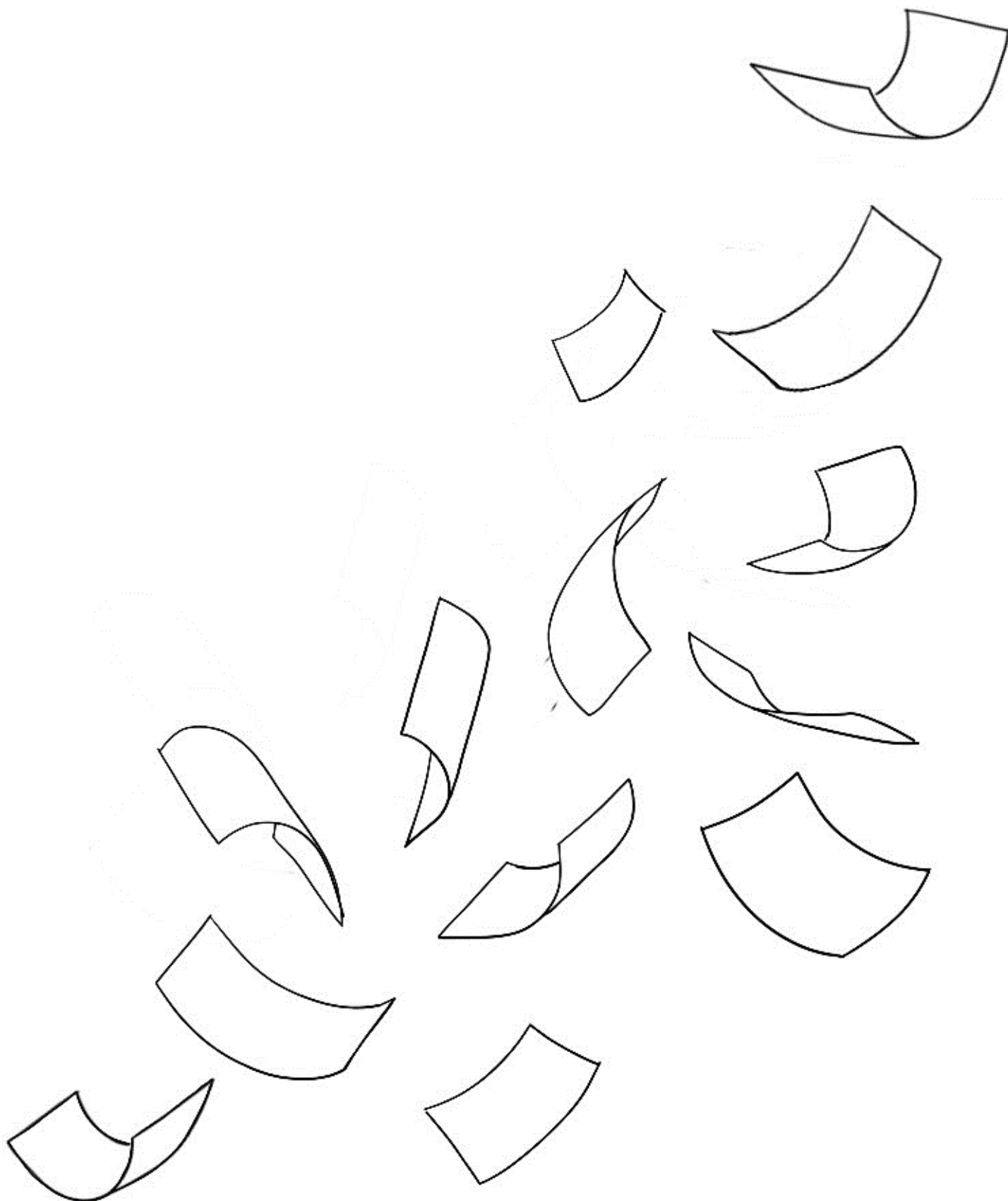
TORRES, Ramon da Silva; TONUCCI FILHO, João Bosco Moura; ALMEIDA, Renan Pereira. **Financeirização do imobiliário no Brasil: uma análise dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (2005-2020)**. Cad. Metrop., São Paulo, v. 24, n. 53, pp. 35-62, jan/abr 2022 <http://dx.doi.org/10.1590/2236-9996.2022-5302>. 2021.

UQBAR. **Anuário UQBAR**. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2016.pdf>. 2016

UQBAR. **Anuário UQBAR**. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads//2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2017.pdf> . 2017

UQBAR. **UQBAR Day – O maior evento de securitização do país**. Disponível em: https://www.uqbar.com.br/uqbar_day/. 2020

Anexos



Link para as planilhas modelo de dados de Certificados de Recebíveis Imobiliários:

https://drive.google.com/drive/folders/1yzIUYzK-kjbJteaaqzqC19ewCHjaxBZY?usp=drive_link